

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**ESTRUTURA DE CAPITAL E AS ALTERNATIVAS DE
FINANCIAMENTO PARA AS EMPRESAS: ESTUDO DE CASO NA
EMPRESA CERÂMICA PORTOBELLO S/A DE 1990 A 1995**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para
obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 Monografia

Por: Nara Beatriz da Cunha

Orientador: Roberto Meurer

Coorientador: Edgar V. M. Serra

Área de Concentração: Economia de Empresas

Palavras Chaves: 1 - Estrutura de Capital

2 - Nível de Endividamento

3 - Fontes de Financiamento

Florianópolis, Novembro de 1996

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA


CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A banca examinadora resolveu atribuir a nota 9,0 à aluna Nara Beatriz da Cunha, na
Disciplina CNM 5420 - Monografia, pela apresentação deste trabalho.

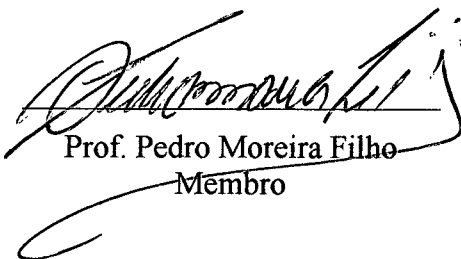
Banca Examinadora:



Prof. Roberto Meurer
Presidente



Prof. Edgar Serra
Membro



Prof. Pedro Moreira Filho
Membro

Ao Meus Pais

AGRADECIMENTOS

A Deus, por ter me concedido a vida e por ter me guiado em todos os instantes.

Aos meus pais e irmão, pela compreensão e pela minha ausência nestes anos de vida acadêmica.

Aos meus orientadores Roberto Meurer e Edgar Serra, pela disposição e orientação durante a realização deste trabalho.

Ao Aristeu pelos bons momentos e incentivos.

Ao colega de trabalho Antônio Pereira, por suas sugestões e por sua experiência profissional que muito me ajudaram.

Aos amigos pelo carinho e alegrias proporcionadas.

Aos amigos e companheiros de morada: Inês, Márcio, Jane Cléia, Jaqueline, Renata, Ricardo e Adriana que souberam compreender meus momentos de dificuldades no desenvolvimento desta monografia, bem como em todos os anos acadêmicos.

Ao Silvestre do BADESC, pela atenção e disposição prestadas.

Aos funcionários da Cerâmica Portobello S/A, em especial Srs. Fernandes e Glademir, pela atenção e disposição dispensadas nas informações e dados fornecidos da empresa estudada.

Ao amigo Jairo, pelas orientações e dicas na digitação deste trabalho.

Ao Luís Gustavo, pela ajuda na elaboração de tabelas.

A todos os professores, funcionários e amigos do curso de Ciências Econômicas, pelo carinho, ensinamento e aprendizado nestes anos de universidade.

Aqueles que colaboraram de alguma forma na elaboração deste trabalho.

Ao povo brasileiro, que muito contribuiu para que eu pudesse estudar numa universidade pública, gratuita e de boa qualidade.

Muito obrigado a todos.

SUMÁRIO

SUMÁRIO.....	ii
LISTA DE FIGURAS.....	v
LISTA DE TABELAS.....	vi
RESUMO.....	vii
CAPÍTULO I	
1 - PROBLEMÁTICA.....	1
1.1 - Introdução.....	1
1.2 - Formulação do Problema.....	2
1.3. - Objetivos.....	3
1.4 - Metodologia.....	4
CAPÍTULO II	
2 - ESTRUTURA DE CAPITAL, CUSTO DE CAPITAL E POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	5
2.1 - Conceitos:.....	5
2.2 - Tipos de capital.....	7
2.3 - Alavancagem.....	10
2.4 - Nível de Endividamento:.....	11
2.5 - Benefícios Fiscais.....	13
2.6 - Política de Dividendos.....	14
2.7 - Decisões de Dividendos.....	16
CAPÍTULO III	
3 - FONTES DE FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO NO BRASIL.....	18
3.1 - Definição.....	18
3.2 - Financiamento com Recursos Próprios.....	20
3.2.1 - Ações.....	20

3.2.2 - ADR (American Depositary Receipts)	
IDR (International Depositary Receipts).....	21
3.2.3 - Substituição Pública de Ações (Underwriting).....	22
3.2.4 - Block-Trade.....	23
3.2.5 - Lucros Retidos.....	23
3.2.6 - Bonificações.....	23
3.2.7 - Desdobramento de Ações (Splits).....	24
3.3 - Financiamento com Recursos de Terceiros	24
3.3.1 - Financiamento com Recursos do BNDES	24
3.3.2 - FINEP Financiadora de Estudos e Projetos.....	28
3.3.2.1 - FINEP/ADTEN - Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Empresa Nacional.....	29
3.3.2.2 - FINEP/AUSC - Apoio ao Usuário de Serviços de Consultoria.....	30
3.3.2.3 - FINEP/AGQ - Apoio a Gestão da Qualidade	30
3.3.2.4 - FINEP VERDE - Apoio à capacitação de Empresas em Gestão Ambiental.....	31
3.3.3 - PRODEC - Programa de Desenvolvimento da Empresa Catarinense	32
3.3.4 - Financiamento com Recursos Externos	34
3.3.4.1 - Resolução 63 do Banco Central	34
3.3.4.2 - Export Notes.....	34
3.3.4.3 - Commercial Paper.....	35
3.3.4.4 - Supplier's Credit	35
3.3.4.5 - Buyer's Credit	36
3.3.4.6 - IFC - International Finance Corporation.....	36
3.3.4.7 - ACC - Adiantamento de Contrato de Câmbio	37
3.3.4.8 - ACE - Adiantamento Cambiais Entregues.....	37
3.4 - Debêntures.....	38
3.5 - Arrendamento Mercantil	39
3.5.1 - Lease-Back	39

CAPÍTULO IV

4 - ESTRUTURA DE CAPITAL, NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO E ALAVANCAGEM NA CERÂMICA PORTOBELLO S/A DE 1990 A 1995.....	40
4.1 - Histórico da empresa.....	40
4.2 - Características do setor cerâmico	42

4.3 - Comercialização e distribuição	43
4.4 - Gestão ambiental	45
4.5 - A abertura do capital social.....	45
4.6 - Nível de Endividamento da Cerâmica Portobello no período 1990 - 1995	47
4.7 - Alavancagem.....	52
4.8 - Análise Horizontal.....	54
4.9 - Análise Vertical.....	58
4.10 - Estrutura de Capital da Cerâmica Portobello S/A.....	60
CAPÍTULO V	
5 - CONCLUSÃO.....	63
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	65
ANEXO	68

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Estrutura de capital segundo o critério convencional.....	8
FIGURA 2 - Estrutura de capital segundo a teoria de Modigliani-Miller.....	9
FIGURA 3 - Dois modelos de estrutura de capital com Imposto de Renda de Pessoa Física.....	14
FIGURA 4 - Coeficiente de Endividamento Total.....	48
FIGURA 5 - Coeficiente de Endividamento a Longo Prazo.	49
FIGURA 6 - Análise Horizontal do DRE.....	55
FIGURA 7 - Análise Horizontal do Ativo.....	57
FIGURA 8 - Análise Horizontal do Passivo.....	57

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Produtos e serviços oferecidos/receita líquida.....	45
TABELA 2 - Posição acionária dos acionistas com mais de 5% de ações com direito a voto.....	46
TABELA. 3 - Dividendos distribuídos (%).	47
TABELA 4.a - Índice de endividamento do setor cerâmico no período de 1990 a 1995. ..	47
TABELA 4.b - Índice de participação de capital de terceiros.....	48
TABELA 5 - Índice exigível a longo prazo/patrimônio líquido.....	49
TABELA 6 - Índice de Endividamento a Longo Prazo.....	49
TABELA 7 - Capital de Terceiros (R\$ milhões).....	50
TABELA 8 - Capital Próprio (R\$ milhões).....	50
TABELA 9 - Alavancagem financeira da Cerâmica Portobello S/A.	52
TABELA 10 - Índice de cobertura de juros.....	53
TABELA 11 - Evolução das vendas e dos Lucros brutos da Cerâmica Portobello de 1990 a 1995.....	54
TABELA 12 - Evolução do Ativo e Passivo.	56
TABELA 13 - Análise vertical da Cerâmica Portobello S/A.	58
TABELA 14 - Composição dos empréstimos dez/95.....	60

RESUMO

Este trabalho teve o objetivo de verificar se existe uma estrutura “ótima” de capital para as empresas, bem como as alternativas das fontes de financiamento a longo prazo disponível no mercado interno e externo para as empresas brasileiras.

Procurou-se mostrar quais as alternativas de financiamento para os investimentos das empresas a longo prazo e as principais características de cada fonte de recursos.

O estudo de caso na Cerâmica Portobello S/A mostrou que ela utiliza diversas fontes de financiamento no mercado interno, como também busca recursos no mercado externo principalmente para financiar os projetos de expansão.

Fez-se uma abordagem teórica de vários autores sobre o assunto estudado, apresentando as diferentes concepções entre eles.

Os produtos da Cerâmica Portobello são competitivos e diferenciados. A empresa possui um *portfolio* de produtos para atender os mais diferentes segmentos do mercado, sendo que seus produtos são voltados para consumidores com maior poder aquisitivo, devido a sua elevada qualidade.

A Cerâmica Portobello recorre a três fontes básicas de financiamento: reinversão de lucros, aporte de capital e financiamentos. As alternativas usadas pela empresa foram consideradas adequadas para sua estrutura de capital.

Conclui-se que não existe uma estrutura ótima de capital; que as empresas devem adequar-se ao máximo possível para compor a sua melhor estrutura de capital, com custos menores, e que adotem uma política de dividendos satisfatória tanto para a empresa como para os acionistas.

CAPÍTULO I

1 - PROBLEMÁTICA

1.1 - Introdução

A partir dos anos 90, em todo o mundo as empresas vêm enfrentando maiores desafios no mercado produtivo. Na economia brasileira, há períodos constantes de instabilidade econômica; eles ocasionam mudanças nos impostos e nas políticas do governo para conter a inflação, como restrição ao crédito e altas taxas de juros que dificultam os investimentos das empresas. Algumas medidas adotadas pelo governo para uma maior abertura da economia brasileira, como a diminuição das alíquotas de importação, a suspensão de incentivos fiscais e o aumento nos impostos e tarifas exigiram a urgente adaptação das empresas à nova situação.

A abertura da economia exigiu das empresas uma reestruturação, para melhoria da qualidade de seus produtos e para modernização de seu processo produtivo, impulsionada pelas mudanças tecnológicas, principalmente na informática e telecomunicações; a globalização da economia provocou uma maior competitividade entre as empresas e aumentou as exigências dos clientes. Essa reestruturação nas empresas envolveu também sua capacidade de investimentos e disponibilidade de recursos, para terem condições de permanecerem no mercado.

1.2 - Formulação do Problema

Permanecem no mercado as empresas capazes de reagir aos novos desafios, ou seja, as que apresentam planejamento estratégico adequado à realidade, boa estrutura de capital e que conhecem as fontes de recursos disponíveis para expandir sua produção.

Gitman (1987, p. 512) assim define a importância da estrutura de capital de uma empresa:

“A estrutura de capital é determinada pelo composto de endividamento a longo prazo e capital próprio que uma empresa utiliza para financiar suas operações (...). As decisões inadequadas de estrutura de capital, podem resultar em um elevado custo de capital, o que tornaria mais difícil encontrar investimentos aceitáveis. Boas decisões podem baixar o custo de capital, tornando mais fácil achar investimentos aceitáveis que aumentem a riqueza dos proprietários”.

De acordo com Rudge & Cavalcante (1993, p.115), a longo prazo a empresa convive com a necessidade de fazer investimentos, que são de dois tipos:

- Investimentos para manutenção de ativos tecnologicamente atualizados;
- Investimentos para expansão da capacidade instalada.

Conforme Casarotto & Kopittke (1994, p.218): “Para uma empresa efetivar um investimento, seja para ativo fixo ou capital de giro, ela pode recorrer basicamente a três fontes:

- Reinvestimento de lucros;
- Aporte de capital;
- Financiamento”.

As duas primeiras fontes são consideradas recursos próprios e a terceira, recursos de terceiros.

Com esta monografia, pretendemos avaliar a estrutura de capital, as alternativas de recursos para investimentos que o mercado oferece para as empresas se expandirem e obterem um crescimento natural e equilibrado, a fim de que elas possam sobreviver no mercado e fortalecer-se cada vez mais.

Optamos por fazer um estudo de caso na Cerâmica Portobello S/A, por ser empresa de capital aberto e utilizar-se de diversas fontes de recursos para financiar seus investimentos. Desde sua constituição, em 1977, com uma produção de pisos cerâmicos e de azulejos, na ordem de 65.000 m²/mês, a empresa passou por sucessivas expansões. Após a abertura do capital, em 1990, elevou a capacidade produtiva para 1.500.000 m²/mês, detendo 8% do mercado brasileiro desses produtos. Pretende-se verificar e analisar a estrutura de capital dessa empresa, seu planejamento de financiamento, a utilização das alternativas de financiamento que o mercado lhe oferece e as vantagens e desvantagens das diversas fontes de financiamento de que ela lançou mão. Na busca destes objetivos, verificaremos também qual a relação existente entre a teoria por nós estudada no curso de Graduação em Ciências Econômicas da UFSC e a prática na empresa escolhida.

1.3. - Objetivos

1.3.1 - Geral

Estudar a estrutura de capital e as principais alternativas de financiamento a longo prazo para as empresas, considerando a aplicação prática no caso da Cerâmica Portobello S/A, de 1990 a 1995.

1.3.2 - Específicos

- Estudar os conceitos de estrutura de capital, custo de capital e política de dividendos para as empresas de todos os setores num contexto global.
- Levantar o conjunto de alternativas de financiamento disponíveis no mercado financeiro.
- Analisar a composição de capital, o nível de endividamento e a alavancagem da Cerâmica Portobello S/A e avaliar as alternativas de financiamento utilizadas pela empresa.

1.4 - Metodologia

O presente trabalho foi desenvolvido com base em bibliografias e fontes secundárias especializadas sobre o tema, em visitas à empresa Cerâmica Portobello S/A e por meio de fontes primárias de dados. Para tanto, utilizamos o método analítico-comparativo para o estudo da fundamentação teórica sobre a estrutura de capital e fontes de financiamento, bem como para o estudo de caso na empresa Cerâmica Portobello S/A.

Iniciamos a pesquisa por meio dos princípios teóricos contidos na referência bibliográfica e do levantamento de dados da empresa analisada, fazendo em seguida uma análise comparativa da teoria com o estudo de caso, identificando e avaliando qual a estrutura de capital e as melhores alternativas de financiamento disponíveis no mercado para a empresa Cerâmica Portobello S/A.

A estrutura deste trabalho define no capítulo 2 o conceito de estrutura de capital, de custo de capital e de política de dividendos. O capítulo procura apresentar a importância de se conhecer a melhor estrutura de capital para uma empresa, a relação entre esses conceitos e os seus efeitos sobre o valor de uma empresa, numa tomada de decisão sobre investimentos.

O capítulo 3 apresenta as diversas alternativas de recursos para financiamento a longo prazo de que as empresas brasileiras dispõem - capital de terceiros ou capital próprio - e são apresentadas as principais características de cada fonte de financiamento.

O capítulo 4 procura identificar a estrutura de capital da Cerâmica Portobello, o nível de endividamento da empresa, a alavancagem e as fontes de financiamento utilizadas.

No capítulo 5 são apresentadas as principais conclusões do trabalho.

CAPÍTULO II

2 - ESTRUTURA DE CAPITAL, CUSTO DE CAPITAL E POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Neste capítulo veremos que estrutura de capital, custo de capital e política de dividendos são conceitos interligados, têm efeitos diretos sobre o valor de uma empresa e são muito importantes para a teoria de finanças.

O custo de capital representa o custo médio do dinheiro da empresa e é importante para o processo de investimento de capital. A estrutura de capital afeta e é afetada pelo custo de capital, e os dividendos estão relacionados ao custo e à estrutura de capital.

Como veremos, o valor de uma empresa depende de suas decisões de investimentos; ela poderá optar por mais recursos de terceiros e menos recursos próprios, para montar sua estrutura de capital, ou fazer o inverso.

2.1 - Conceitos:

A estrutura de capital é uma área importante de tomada de decisão, que afeta diretamente o custo de capital, as decisões de investimento de capital e o valor da empresa. Para Ross, Westerfield & Jaffe (1995, p.672) “A estrutura de capital é também a combinação de diversas modalidades de capital de terceiros e capital próprio por uma empresa para financiar suas atividades de investimento”.

Um pré-requisito necessário para decisões de investimento é a avaliação da estrutura de capital de uma empresa e o seu relacionamento com o risco, o retorno e o valor que tal estrutura proporciona à empresa. Podemos considerar o risco de dois tipos:

- Risco do negócio: está relacionado com o lucro operacional, em consequência das variações nas vendas da empresa. É o risco de não se conseguirem cobrir os custos operacionais, pois os projetos aceitos pela empresa podem afetar seu risco de negócio. Se a empresa aceitar um projeto com risco maior, ou com risco acima da média de outros projetos, o custo do capital provavelmente será maior, para compensar um risco maior do negócio, pois, segundo Gitman, “quando a empresa aumenta seus custos operacionais fixo, cresce o volume de vendas necessários para atingir o ponto de equilíbrio, que é uma boa medida do risco do negócio da empresa. Quanto mais elevado for, maior será o grau de risco do negócio”. (Gitman, 1987, p.186).
- Risco financeiro: está relacionado com a variação do LPA (Lucro Por Ação), decorrente das variações do LAJIR (Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda); é afetado pela estrutura de capital da empresa. Se a empresa aumenta a proporção de financiamento com custo fixo (empréstimos/capital de terceiros), elevará seu risco financeiro e, conseqüentemente, seus custos financeiros. A capacidade de uma empresa honrar seus compromissos financeiros - empréstimos - é medida pelo índice de endividamento, índice de empréstimos a longo prazo, patrimônio líquido e índice de cobertura. Esses índices indicam a relação entre os recursos sobre os quais é preciso pagar encargos fixos financeiros e os recursos totais investidos na empresa.

O custo de capital é importante na tomada de decisão sobre um determinado investimento, para justificar dispêndios que gerem benefícios no futuro.

Geralmente as empresas levantam recursos em blocos, ou seja, numa combinação de várias fontes de financiamento, que visam à maximização da riqueza de seus proprietários. Para isso precisa-se analisar o custo de capital combinado ou em conjunto, ao invés do custo de capital de cada fonte de financiamento. A empresa deverá visar a um custo médio combinado, que a longo prazo lhe fornecerá as melhores decisões de investimento.

2.2 - Tipos de capital

Existem dois tipos de capital:

- Capital de terceiros: todos os fundos a longo prazo, obtidos via empréstimos por meio de bancos, financeiras, debêntures, etc.
- Capital próprio: consiste em fundos a longo prazo, fornecidos pelos acionistas, pelos lucros retidos, etc.

Gitman assim classifica as diferenças básicas entre eles:

Tipos de capital		
Característica	de terceiros	próprios
Voz na administração*	Não	Sim
Direito sobre lucros e ativos	Prioritário ao capital próprio	Subordinado a capital de terceiros
Prazo	Declarado	Nenhum

* Em falência, os credores e acionistas preferenciais podem receber voz na administração; de outro modo, somente os acionistas ordinários têm direito a voto.

Fonte: GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira (1987, p.514).

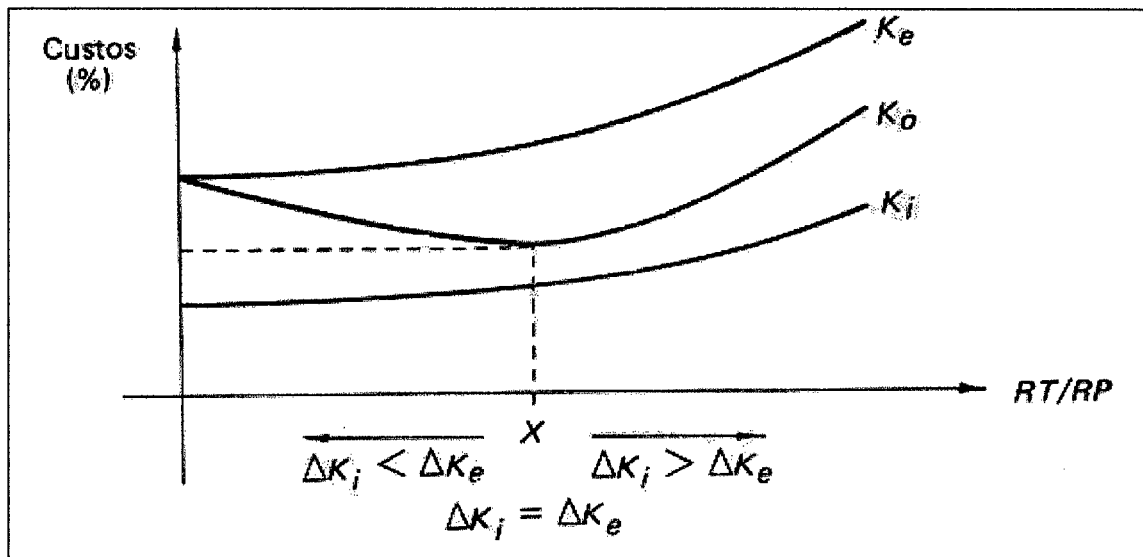
Encontram-se muitos debates, na literatura financeira, procurando definir se existe uma estrutura “ótima” de capital. Os que acreditam nela são defensores da abordagem tradicional, e os que discordam são considerados defensores da abordagem Modigliani-Miller (MM).

De qualquer forma, caberá aos administradores financeiros escolherem a melhor proporção entre capital de terceiros e capital próprio, para tornar o valor da empresa o maior possível.

2.2.1 - Abordagem Tradicional

Com uma combinação adequada de suas fontes de financiamento, uma empresa poderá definir a melhor estrutura de capital com custo mínimo e com a maximização do valor da Empresa.

FIGURA 1 - Estrutura de capital segundo o critério convencional.



em que: RT: recursos de terceiros permanentes

RP: recursos próprios permanentes

Ke: custo do capital próprio

Ki: custo do capital de terceiros

Ko: custo do capital total da empresa

Fonte: MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1993. p.503.

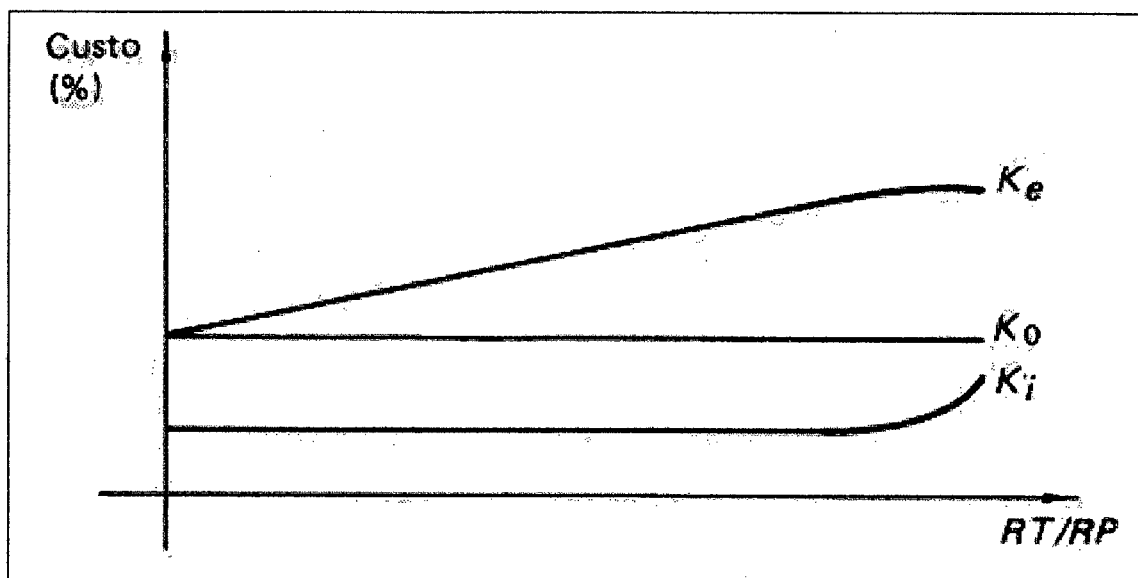
Segundo o gráfico, o custo de capital próprio se eleva mais rapidamente que o custo do capital de terceiros. Este mantém-se praticamente estável até determinado nível de endividamento, e eleva-se quando a participação de recursos de terceiros permanentes na estrutura de capital for mais acentuada

Essa teoria admite que a empresa pode elevar seu endividamento até um ponto ótimo em que o valor do custo de capital total da empresa é mínimo. Segundo Martins, o custo de capital de terceiros depende do risco financeiro da empresa e não da natureza da fonte de financiamento e do investimento a ser financiado. (MARTINS, 1993, p.504)

2.2.2 - Abordagem Modigliani-Miller (MM)

A abordagem Modigliani-Miller (MM) diverge da teoria tradicional. Para esses autores, não existe uma estrutura ótima de capital e o custo do capital total da empresa não se altera, qualquer que seja a composição das fontes de financiamento - capital de terceiros ou capital próprio da empresa.

FIGURA 2 - Estrutura de capital segundo a teoria de Modigliani-Miller.



Fonte: MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1993. p.505.

Percebe-se que a estrutura de capital é irrelevante, do ponto de vista de definição do custo de capital total da empresa. Uma decisão do volume dos investimentos é a rentabilidade e o risco associado a um projeto. Segundo Van Horne “a posição de MM baseia-se na idéia de que o valor do investimento se mantém, não importa como se divide a estrutura de capital de uma firma entre capital de terceiros, capital próprio e outras exigibilidades”. (Van Horne, 1984, p.310)

2.3 - Alavancagem

Segundo Gitman (1987, p.172), alavancagem é a capacidade que a empresa possui para usar ativos ou recursos com um custo fixo, a fim de aumentar os retornos de seus proprietários. Variações na alavancagem acarretam mudanças no nível de retorno e do risco associado. O risco refere-se à capacidade de a empresa cumprir suas obrigações fixas de pagamento.

Normalmente, quando se eleva a alavancagem, aumenta-se o risco e o retorno; reduções na alavancagem diminuem o risco e o retorno de um investimento.

Os dois tipos básicos de alavancagem são:

- Alavancagem operacional
- Alavancagem financeira

A alavancagem operacional é determinada pela relação entre as receitas de vendas da empresa e seu Lucro Antes do Juros e do Imposto de Renda (LAJIR). O LAJIR é muitas vezes chamado de lucro operacional. A alavancagem operacional pode ser também o grau segundo o qual os custos de operações de uma empresa são fixos e não variáveis. Uma empresa com maior alavancagem operacional sofrerá variações maiores de LAJIR, dadas as oscilações do faturamento. (Ross, Westerfield & Jaffe, 1995, p.665).

O conceito de alavancagem operacional refere-se aos custos fixos de produção de uma empresa, que não variam com as vendas e precisam ser cobertos, independentemente das receitas totais disponíveis na empresa.

Para Ross, Westerfield & Jaffe (1995, p.665), a alavancagem financeira é determinada pela relação entre o LAJIR e o lucro disponível aos acionistas comuns da empresa; refere-se à medida que o capital de terceiros é utilizado pela empresa. Pode ser visto também com a medida de quanto uma empresa se apóia no uso de capital de terceiros. Gitman (1987, p.187), define a alavancagem financeira como “a capacidade da empresa usar encargos financeiros fixos para minimizar os efeitos de variações no LAJIR sobre o LPA”.

A alavancagem financeira, segundo Martins (1993, p.205), é o efeito de tomar, numa ponta, recursos de terceiros a um custo Y , aplicando-os na outra ponta (nos ativos) a uma taxa X . Quando a empresa consegue captar os recursos a uma taxa de juros menor, e a rentabilidade de seu investimento tiver retorno maior, a diferença vai para os proprietários e

altera seu retorno sobre o patrimônio líquido, para mais, com o que seria obtido caso todo o investimento fosse feito apenas com recursos próprios; ou seja, se o efeito da alavancagem foi positivo, ocorre aumento no patrimônio líquido dos proprietários (retorno sobre o patrimônio líquido).

No caso da alavancagem financeira, ela poderá ser aceitável para empresas de um mesmo setor ou ramo de negócios, mas poderá ser altamente arriscada para empresas de outros setores, devido a características operacionais diferentes entre setores ou ramos de negócios. Para Gitman, (1987, p.514) “O grau de alavancagem financeira para uma empresa é sobretudo o resultado da atitude daquele que toma decisões perante o risco. Quanto mais risco uma empresa deseja assumir, maior será sua alavancagem financeira”.

2.4 - Nível de Endividamento:

O nível de endividamento indica o montante de recursos de terceiros que está sendo usado pela empresa. Os analistas financeiros se interessam mais em analisar os empréstimos de longo prazo, que comprometem a empresa a pagar juros a longo prazo, e as parcelas do montante do financiamento contratado. Os direitos dos credores precisam ser satisfeitos antes da distribuição de dividendos aos acionistas, pois estes - atuais e potenciais - preocupam-se com o nível de endividamento da empresa; também os emprestadores se interessam pelo nível de endividamento da empresa, pois quanto maior ele for, maior será a probabilidade de a empresa não conseguir honrar seus compromissos.

O nível de endividamento é geralmente medido por meio dos dados do Balanço Patrimonial. São os seguintes os índices mais comumente usados:

- Índice de participação de capital de terceiros: esse índice determina a proporção de ativos totais fornecidos pelos credores. Quanto maior ele for, maior será o montante de recursos de terceiros que a empresa está usando.

Calcula-se:

$$\text{Índice de participação de capital de terceiros} = \frac{\text{passivo total}}{\text{ativo total}} \quad (1)$$

Quanto maior for esse índice, maior será a alavancagem financeira da empresa.

Índice exigível longo prazo/patrimônio líquido: esse índice indica a relação entre os recursos a longo prazo com capital de terceiros e os recursos de capital próprio. É comumente usado para medir o grau de alavancagem financeira da empresa. O resultado desse índice representa quanto o capital de terceiros a longo prazo está sendo utilizado pela empresa, em relação ao seu capital próprio.

Calcula-se:

$$\text{Índice exigível / patrimônio líquido} = \frac{\text{exigível de longo prazo}}{\text{patrimônio líquido}} \quad (2)$$

Obs: Possivelmente por um erro de revisão, a fórmula indicada em Gitman (1987, p.227), não está correta. Como se depreende do texto do próprio Gitman, a fórmula correta é a que indicamos acima.

- Índice de cobertura de juros: esse índice mede a capacidade de uma empresa pagar os juros contratuais. Quanto maior ele for, maior será a capacidade de a empresa liquidar os juros.

$$\text{Índice de cobertura de juros} = \frac{\text{LAJIR}}{\text{Despesa anual de juros}} \quad (3)$$

Um índice aceitável, conforme Gitman, apresenta um valor de pelo menos 3,0 e, de preferência, próximo a 5,0. (Gitman, 1987, p.228).

- Índice de cobertura de pagamentos fixos: esse índice inclui todas as obrigações de pagamentos fixos da empresa.

$$\text{ICPF} = \frac{\text{LAJIR}}{\text{juros} + (\text{amort. do principal} + \text{dividendos a} \hat{c} \hat{o} \hat{s} \text{ pref.}) \times [1 \div (1 - a)]} \quad (4)$$

Em que a é a alíquota do Imposto de Renda aplicável ao lucro da empresa. Segundo Gitman (1987, p.229), o termo $[1 \div (1 - a)]$ é incluído para ajustar os valores a que se

refere para uma cifra equivalente antes do Imposto de Renda, consistente no valor antes do Imposto de renda do numerador.

Esse índice de cobertura de pagamentos fixos também mede o risco. Quanto menor ele for, maior o risco que a empresa está correndo, do ponto de vista dos credores; se a empresa for incapaz de honrar seus compromissos, poderá ir à falência. Os credores estão atentos em relação à empresa, verificando esse índice para conceder-lhe o empréstimo ou não. Os acionistas preferenciais ou comuns, atuais e potenciais também têm interesse nesse índice, porque ele mede a capacidade de a empresa honrar seus encargos financeiros fixos. Quanto maior ele for, maior será a capacidade da empresa em honrar seus compromissos fixos pontualmente; ou seja, haverá maior segurança para os credores e acionistas preferenciais da empresa e também maiores as possibilidades de os lucros aumentarem.

2.5 - Benefícios Fiscais

O capital de terceiros pode aumentar o valor da empresa, devido à redução de seus impostos, mas também pode aumentar sua dependência de capital de terceiros e a probabilidade de dificuldades financeiras. A dificuldade máxima de uma empresa é a chamada falência. Os custos associados à falência produzem perda de valor da empresa e efeito negativo para ela.

Modigliani-Miller (MM) argumentam que o valor da empresa se eleva com o grau de endividamento quando há Imposto de Renda Pessoa Jurídica. Segundo Ross, Westerfield & Jaffe, a teoria que diz que empresa deve ter o máximo de endividamento, não é capaz de produzir o que as empresas fazem na prática e que outros autores têm afirmado que os custos de falência reduzem o valor da empresa que usa capital de terceiros. E ainda, que não existe até agora uma fórmula que permita determinar exatamente o nível ótimo de endividamento para uma dada empresa. (Ross, Westerfield & Jaffe, 1995, p.332).

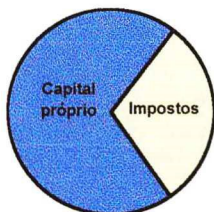
Se os pagamentos aos acionistas (dividendos) forem tributados a alíquotas efetivas menores do que os pagamentos de juros, a vantagem do uso de capital de terceiros ao nível de Pessoa Jurídica será parcialmente compensada.

Empresas com resultados operacionais mais incertos tendem a apresentar maior probabilidade de terem dificuldades financeiras e, por isso, utilizam-se de menos capital de terceiros.

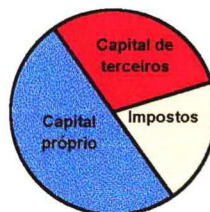
Ross, Westerfield & Jaffe argumentam que o administrador deve escolher a estrutura de capital com a qual a Receita Federal fique menos satisfeita.

FIGURA 3 - Dois modelos de estrutura de capital com Imposto de Renda de Pessoa Física.

Empresa sem dívidas



Empresa com dívidas



Fonte: Ross, Westerfield & Jaffe 1995, p.314.

A empresa com dívida paga menos imposto que a empresa sem dívida; portanto, a soma dos valores do capital de terceiros e do capital próprio é maior no caso da empresa com dívidas. (Ross, Westerfield & Jaffe 1995, p.314).

Verificamos, portanto, que se uma empresa tiver lucro tributável, quanto mais utilizar capital de terceiros, menos impostos irá pagar, ou terá uma desvantagem fiscal na utilização de capital próprio.

2.6 - Política de Dividendos

Os objetivos e interesses dos acionistas de uma empresa divergem. Alguns preferem receber os lucros de seus investimentos em ações por meio dos dividendos; outros preferem que os lucros sejam reinvestidos na empresa, em novos projetos que venham garantir uma maior rentabilidade no futuro; outros, ainda, preferem receber parte do lucro em dividendos e reinvestir parte em novos projetos na empresa. Os acionistas apresentam em comum o desejo de ver o preço de suas ações crescerem continuamente na bolsa de valores.

Uma empresa bem administrada, sempre estará atenta a sua modernização e crescimento, e isto implica a necessidade de recursos adicionais. A retenção de lucros constitui a forma mais rápida de obter fundos de longo prazo, ao mesmo tempo que evita o excesso de endividamento. Os lucros retidos equivalem a uma emissão de novas ações totalmente

subscrita e integralizada, sem envolver custos e a complexidade de uma operação de underwriting. (Braga, 1994, p.325)

Os dois objetivos básicos da política de dividendos são:

- Aumentar o valor de mercado da empresa, maximizando a riqueza de seus proprietários;
- Autofinanciar as empresas, por meio de lucros retidos, gerando recursos para financiar novos projetos de investimento e expansões.

Existem duas escolas de pensamento com concepções opostas sobre política de dividendos.

A primeira corrente, defendida por Modigliani-Miller (MM), considera que a maneira como a empresa divide seus lucros entre dividendos e reinvestimentos não afeta diretamente seu valor de mercado. Os autores ressaltam que quando a empresa não possuir novas alternativas de investimentos amplamente aceitáveis, os lucros deveriam ser totalmente distribuídos entre acionistas, para estes reinvestirem em outras empresas ou fazerem aplicações mais rentáveis, ou de melhores perspectivas. Desse modo, se os dividendos não são tão relevantes para determinar o valor da empresa, seria dispensável a adoção de uma política de dividendos orientada para o longo prazo. (Braga, 1994, p.325)

Modigliani-Miller (MM) na sua teoria não sugerem a existência do efeito clientela. O efeito clientela na prática significa que, uma empresa atrairá aqueles acionistas cujas preferências quanto ao pagamento e estabilidade dos dividendos correspondem ao padrão e estabilidade de pagamento mostrados pela empresa. Já que os acionistas obtêm o que esperam, então MM argumentam que o valor da empresa não é afetado pelas alterações na política de dividendos. (Gitman, 1987, p.550).

Para Modigliani-Miller, portanto, a política de dividendos é irrelevante para o valor da empresa.

Outra corrente, defendida por Myron I. Gordon, acredita que a distribuição regular de dividendos reduz a incerteza dos investidores, que preferem receber menos no presente, a mais, num futuro incerto. Essa concepção considera a política de dividendos relevantes para a riqueza dos acionistas.

Para Braga, existem três tipos básicos de política de dividendos:

- manutenção de uma taxa constante de distribuição de lucros apurados;

- pagamento de um valor fixo por ação, independentemente das flutuações ocorridas no lucro por ação; e
- pagamento regular de um dividendo fixo mínimo e de dividendos extra nos exercícios em que ocorrem lucros acima do normal. (Braga, 1994, p.326)

Quando as oportunidades de investimentos na empresa prometerem retorno acima da taxa mínima exigida, os acionistas serão levados a concordar em não receber dividendos, para reinvesti-los na empresa, com a expectativa de receberem maiores dividendos no futuro.

Quando há maior atração econômica devido à maior rentabilidade por aplicações externas à empresa, os acionistas provavelmente optarão por receber dividendos, e não por reinvesti-los na empresa. Para Martins (1993, p.521): “[...] uma política de dividendos considerada ótima é aquela que conjuga, de melhor forma possível, o volume a ser retido pela empresa (e, conseqüentemente, reinvestido) e aquele a ser distribuído, sob forma de dividendos em dinheiro, a seus acionistas.”

Conclui-se que a política de dividendos deve ser implantada visando à maximização do lucro do proprietário da empresa. A decisão de reter lucros deve ser tomada somente quando as oportunidades de investimentos na empresa forem mais atraentes/rentáveis do que outras alternativas de investimentos para os acionistas. Caso contrário, os lucros da empresa devem ser distribuídos aos acionistas.

2.7 - Decisões de Dividendos

Uma decisão de política de dividendos refere-se ao lucro líquido de uma empresa. Quanto aos dividendos, a Assembléia dos Acionistas defronta-se com duas alternativas: reter o lucro e reinvesti-lo em novos projetos que tragam maior rentabilidade, ou distribuí-los em forma de dividendos.

Tal decisão torna-se mais complexa quando uma empresa abre seu capital e as decisões não são mais tomadas por um restrito número de acionistas, mas sim em Assembléias Gerais dos Acionistas, sejam estes pequenos médios ou grandes investidores. Nesse caso é necessário que se busque um consenso mais genérico que atenda às diferentes expectativas dos acionistas.

Uma das principais decisões a serem tomadas pelas empresas, portanto, refere-se à distribuição de dividendos .A decisão refere-se à determinação de qual parcela do lucro líquido deve ser distribuída aos acionistas.

De acordo com a legislação brasileira, a lei das sociedades por ações - .Lei 6.404 de 15/12/76, que entrou em vigor em 01/01/78, define a obrigatoriedade de distribuir parte dos lucros do exercício anual ou semestral como dividendos aos acionistas. Os acionistas, portanto, têm direito de receber a parcela dos lucros estabelecidas no estatuto da empresa e, se esse for omissivo, a lei estipula 50%, ou seja, metade do lucro líquido do exercício.

Quando a Assembléia Geral deliberar a alteração sobre o percentual a ser distribuído em cada exercício, este terá de ser no mínimo de 25% do lucro líquido, conforme o art. 202 da lei acima citada.

Nas empresas de capital fechado, a assembléia geral poderá deliberar a distribuição de dividendos inferior ao mínimo obrigatório, desde que não haja nenhuma oposição de qualquer acionista presente à assembléia.

CAPÍTULO III

3 - FONTES DE FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO NO BRASIL

3.1 - Definição

O objetivo deste capítulo é estudar as fontes de financiamento a longo prazo disponíveis no Brasil, por meio do Sistema Financeiro Nacional, mais precisamente no segmento do mercado de capitais, que se subdivide em:

- mercado acionário: em que são realizados financiamentos com recursos próprios;
- mercado de empréstimos e financiamento: em que os financiamentos são realizados com recursos de terceiros. “Os administradores devem agir no sentido de obter o máximo retorno com um mínimo de custo de capital, tanto o capital próprio como o de terceiros”. (Rudge e Cavalcante, 1993, p.114).

Se, portanto, uma empresa é bem administrada, e eficiente na aplicação dos recursos para investimentos, seus lucros tenderão a ser crescentes. Se ela for de capital aberto, haverá uma valorização de suas ações e aumento em seu patrimônio líquido; se for de capital fechado, elevará o valor do patrimônio dos proprietários.

Segundo Rudge e Cavalcante (1993, p.115), a longo prazo uma empresa convive com a necessidade de investir. Os investimentos podem ser para manutenção e modernização dos ativos tecnológicos, e/ou para expansão da capacidade instalada.

Quando não há recursos próprios suficientes, a empresa poderá captar recursos via empréstimos no Sistema Financeiro Nacional e injeção de recursos pelos acionistas.

Tomar empréstimos envolve dois tipos de avaliação para tomada de decisão da empresa, conforme se indica a seguir:

Tipos de avaliação para tomada de decisão

Taxas de Juros	Quanto menor o custo dos empréstimos e maior o retorno operacional do projeto, maior será o retorno obtido pelos acionistas
Prazo de Pagamento	Amortização do principal guarda relação com o retorno do projeto. Se projeto somente gerar caixa a partir do terceiro ano, empréstimo devem ser contratados com três anos de carência com relação à amortização do principal. Costumeiramente juros são pagos periodicamente.

Fonte: RUDGE, Luiz Fernando. CAVALCANTE, Francisco. Mercado de Capitais. 1993, p.116.

Os recursos de terceiros devem ser usados quando os projetos da empresa tiverem remuneração superior ao custo dos empréstimos, pois assim se elevará o retorno esperado pelos acionistas, ocasionando, conseqüentemente, uma valorização das ações da empresa. Para Gitman (1987, p.513), o custo dos empréstimos com recursos de terceiros normalmente é menor que o custo de recursos próprios, devido à dedução no Imposto de Renda da empresa e o risco de os credores serem menores, pois se a empresa foi dissolvida os credores têm prioridade no recebimento dos créditos com a venda de ativos.

Usualmente as empresas utilizam-se de dois tipos básicos de capital simultaneamente, visto que as instituições financeiras não financiam 100% dos projetos e exigem garantias nos financiamentos concedidos, uma fórmula de se evitar o excesso de endividamento pela empresa.

Elas devem balancear o endividamento e a capitalização, pois quanto maior a capitalização, mais elas podem se endividar.

Segundo Myers, a premissa crucial da teoria da hierarquização de fontes é de que as empresas mais lucrativas preferem utilizar capital próprio interno (lucros retidos) a usar capital próprio externo (emissão de novas ações). Essa teoria explica também porque algumas empresas utilizam menos capital de terceiros do que pareceria apropriado. (MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, v.39, jul. 1984 apud Ross, Westerfield & Jaffe, 1995, p.344).

Para Rudge e Cavalcante (1993, p.124), os recursos obtidos por meio da emissão de ações não são baratos, mas estáveis. A empresa pagará esses recursos aos investidores, por meio do pagamento de dividendos e lucros retidos, mas somente se a empresa tiver lucro; conseqüentemente, haverá uma valorização das ações. Caso contrário, a empresa não pagará

dividendos e seu patrimônio se reduzirá, provocando queda nas suas cotações em Bolsa de Valores.

3.2 - Financiamento com Recursos Próprios

No Balanço Patrimonial, os recursos próprios da empresa classificam-se dentro do Patrimônio Líquido.

O financiamento de uma empresa por meio de recursos próprios se desenvolve internamente, pela retenção de lucros, e externamente, por meio da subscrição e integralização de aumento de capital, ágio na emissão de ações e alienação de bônus de subscrição.

O custo de capital próprio de uma empresa, para Martins (1993, p.482), é definido pelo: "... retorno requerido pelo seus acionistas ao investirem seus recursos no empreendimento." Mas para Braga (1994, p.323): "O capital próprio constitui a fonte de recursos mais adequada para investimento de maior risco ou de maturação prolongada. Esses recursos são obtidos através de aumento de capital e de retenção dos lucros; e estão relacionados com a política de dividendos".

Segundo Gitman (1987, p.513), "o custo de capital de terceiros é consideravelmente menor do que o custo de quaisquer outras formas de financiamento a longo prazo", devido ao fato de serem menos arriscados para os fornecedores de crédito, pois estes têm prioridade sobre os lucros ou ativos para pagamento. Os credores têm direito legal mais forte sobre a empresa, em caso de liquidação, que os acionistas preferenciais. Por fim, como o pagamento de juros é dedutível para fins do Imposto de Renda, reduz o custo do capital.

Os acionistas de uma empresa esperam que o retorno seja o maior possível; aceitarão que os lucros retidos sejam reinvestidos em projetos e que o retorno seja maior que outro ativo financeiro de mesmo risco.

3.2.1 - Ações

A ação é a menor fração do capital social das empresas de capital aberto.

- **Ações Ordinárias:** Os acionistas têm direito a voto. Cabe à Assembléia dos Acionistas aferir os direitos e resultados apresentados pela empresa e cumprir com as obrigações societárias constantes no estatuto dela. O número de votos é proporcional ao número de ações que um investidor possuir. O aumento do poder de decisão dentro da empresa se dá por meio da aquisição de novas ações, podendo gerar um aumento nos preços das ações no mercado, em consequência do aumento da procura.
- **Ações Preferenciais:** Os acionistas detentores dessas ações têm preferência:
 - Na distribuição de resultados;
 - No reembolso de capital;
 - Na acumulação das situações acima mencionadas.

Se não houver distribuição dos resultados por três exercícios consecutivos, as ações preferenciais ganham poder de voto.

O investidor deverá conhecer o estatuto da empresa em que pretende investir seu dinheiro, pois se os acionistas ordinários têm direito à parcela igual às ações preferencias na distribuição dos resultados, estas perdem seu sentido, embora existam diferenças significativas na cotação entre ações ordinárias e as preferenciais no mercado.

3.2.2 - ADR (American Depositary Receipts) e IDR (International Depositary Receipts)

A captação de recursos no mercado internacional de ações pelas empresas é obtida através do lançamento de ADR ou IDR.

Para lançar um DR, a empresa emite ações no Brasil, deposita-as em um banco nacional, que será o custodiante, enquanto um banco no exterior atuará como depositário, emitindo ADR ou IDR.

Os ADR são, portanto, lastreados em ações.

Segundo Rudge e Cavalcante (1993, p.84), os ADR são negociados no exterior sob três formas:

- Entre investidores institucionais;
- Em Bolsas;
- Nos mercados organizados.

Os investidores poderão converter seus ADR em ações da empresa emitente e vir negociá-las nas Bolsas de Valores em que a empresa estiver registrada no Brasil.

3.2.3 - Subscrição Pública de Ações (*Underwriting*)

A operação de *underwriting* faz parte do mercado primário; consiste na transferência de recurso dos investidores diretamente para o caixa da empresa emitente.

Uma empresa poderá emitir Bônus de Subscrição, cujo volume é proporcional ao seu aumento de capital. Nenhuma empresa poderá vender diretamente suas ações na Bolsa de Valores; para fazê-lo é necessária a intermediação de uma instituição financeira (Sociedades Corretoras, Distribuidoras e Bancos de Investimento).

Uma Assembléia Geral Extraordinária é que vai definir e aprovar as características da emissão de novas ações, que somente poderão ser colocadas ao público após o registro na CVM (Comissão de Valores Mobiliários). “O aumento de capital mediante a oferta pública de ações somente poderá ser realizada por companhia de capital aberto com a intermediação de banco de investimento ou sociedade corretora e ou distribuidora”. (Braga, 1994, p.323)

O preço de emissão de novas ações geralmente é mais baixo que o valor das ações mais antigas negociadas nas Bolsas de Valores. Os já acionistas têm um prazo para exercer o direito de preferência na subscrição de uma quantidade proporcional às ações que possuem, pelo preço de emissão.

Os custos envolvidos no lançamento das novas ações ficam a cargo da empresa emitente, e são estudos econômico-financeiros, material de divulgação, registro na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e comissões cobradas pelas instituições financeiras. Estas comissões são atribuídas conforme o risco da empresa, a diferença entre a cotação em Bolsa e o preço da emissão, o volume da emissão, etc.

3.2.4 - Block -Trade

Block - Trade é uma operação de mercado secundário; coloca-se no mercado um lote considerável de ações, pertencentes a um acionista ou a um grupo de acionistas. Essa operação é semelhante ao *underwriting*, com a diferença de que no *Block Trade*, no final é realizado um leilão das ações geralmente nas Bolsas de Valores e não implica entrada de novos recursos no caixa da empresa.

A operação de *Block Trade* poderá ser parte de uma estratégia da empresa, para ela ficar conhecida no mercado e financiar projetos futuros de expansão nos próximos anos. Assim ela consegue fazer um *underwriting* posteriormente, com um preço melhor de suas ações, por já ser uma empresa conhecida do mercado.

3.2.5 - Lucros Retidos

Os lucros retidos constituem uma fonte interna de capital próprio, chamado também de autofinanciamento, amplamente utilizado pelas empresas para projetos de investimento. Os lucros retidos correspondem ao valor remanescente do lucro líquido após a dedução dos dividendos a serem distribuídos aos acionistas quando a empresa for de capital aberto. (Braga, 1994, p.324).

3.2.6 - Bonificações

Na bonificação em ações, o patrimônio líquido mantém-se inalterado e há um aumento do capital social. Contabilmente trata-se de uma transferência interna de valores das contas de reservas para a conta de capital. Esse aumento de capital poderá implicar a alteração do valor nominal das ações para os acionistas, ou no aumento do número de ações, distribuídas como ações novas bonificadas, na proporção do número de ações que eles possuíam. A situação de cada acionista será a mesma no montante de capital; o que alterará é o número de ações que eles possuirão. Desse modo, a bonificação não representa nenhum novo valor distribuído pela empresa aos acionistas.

O efeito da bonificação para a capitalização das empresas é indireto. Na medida em que a empresa reduz a conta de reservas e incorpora estes valores ao capital social, não há mais como pagar dividendos extraordinários sobre os lucros acumulados.

Desta forma, a bonificação pode ser encarada como uma retenção de lucros para reinvestimento em projetos para a empresa. E, eventualmente, para não ferir a "política de dividendos", diz-se que a empresa está distribuindo "dividendos sob a forma de ações"...

3.2.7 - Desdobramentos de Ações (Splits)

Para aumentar a liquidez das ações na bolsa, as empresas podem fazer o desdobramento das ações antigas, substituindo-as por um número bem maior de ações novas, mantendo o valor patrimonial líquido inalterado e reduzindo proporcionalmente o valor patrimonial da ação e o preço de mercado.

O objetivo disso é que, com o preço menor das ações, elas se tornam mais acessíveis aos pequenos investidores. Isso aumenta sua liquidez, pois um preço menor por ação pode significar uma maior negociação delas e, conseqüentemente, elevação de seu grau de rentabilidade; ou seja, estimular de certa maneira a negociação com ações da empresa, favorecendo a captação de recursos próprios adicionais para a empresa através do lançamento de novas ações no mercado. (Braga, 1994, p.328)

3.3 - FINANCIAMENTO COM RECURSOS DE TERCEIROS

Serão apresentadas aqui as principais fontes externas de capital de terceiros para as empresas.

3.3.1 - Financiamento com Recursos do BNDES

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem como objetivo contribuir para o aumento da competitividade da economia brasileira e para a expansão da capacidade produtiva e da infra-estrutura das empresas. Ele analisa, em toda e

qualquer solicitação de crédito, os impactos sociais que este possa causar bem como os impactos ambientais e de suprimento e racionalização de energia.

O Sistema BNDES apóia, nos setores indústria, infra-estrutura, agropecuária e comércio e serviços os projetos destinados à implantação, expansão, realocação, modernização, capacitação tecnológica, exportação de máquinas e equipamentos, melhoria da qualidade e aumento da produtividade, reestruturação e racionalização empresarial, conservação do meio ambiente, conservação de energia, gastos com infra-estrutura econômica e social no âmbito de projetos executados pela iniciativa privada e participação de capital privados na realização de investimentos em infra-estrutura. (Manual BNDES/BADESC).

Os recursos repassados ao Sistema BNDES são originários do Fundo de Participação PIS/PASEP, do Fundo de Amparo ao Trabalhador - FAT e do Fundo da Marinha Mercante - FMM.

Modalidades operacionais:

- Direta: por meio do BNDES e da BNDESPAR.
- Indireta: por meio da rede de Agentes Financeiros públicos ou privados credenciados junto ao Sistema BNDES, o que compreende os Bancos de Desenvolvimento, os Bancos de Investimentos, os Bancos Múltiplos, os Bancos Comerciais e as Financeiras.
- Mista: por meio de operação conjunta BNDES e Agentes Financeiros.

O BNDES, por meio de seus Agentes Financeiros, concederá financiamento à empresa ou a seus acionistas, dentro das condições dos Programas Operacionais, nas seguintes modalidades:

- FINEM: Quando o financiamento for concedido diretamente à empresa executora do projeto.
- FINAME: Quando o financiamento for concedido à empresa, porém os recursos liberados aos fabricantes ou fornecedores.
- FINAC: Quando o financiamento for concedido ao acionista, para integralização de aumento de capital de empresa, visando à execução de determinado projeto.

Os financiamentos destinam-se a pessoas jurídicas nacionais ou estrangeiras, de micro a grande porte, e para pessoas físicas no caso de financiamento aos acionistas para subscrição de capital, financiamento no setor agropecuário, transporte rodoviário de carga (caminhoneiros) e financiamento de kits de informática para micro e pequeno empreendimento.

Para obtenção de financiamento junto ao BNDES, as empresas de controle estrangeiro seguirão os princípios e as diretrizes estabelecidas para as empresas privadas nacionais.

Para o apoio aos empreendimentos, o BNDES estabelece os diversos produtos a serem utilizados pelas empresas:

a) FINEM - Financiamento à empresa:

Financia investimento fixo (exceto: aquisição de terrenos e benfeitorias, de máquinas e equipamentos) e capital de giro associado, sendo exclusivo para indústrias.

b) FINAME - Automático, Especial, Agrícola:

Os recursos da Finame destinam-se ao financiamento de máquinas e equipamentos. A Finame Especial diferencia-se da Automática e da Agrícola por apresentar condições de prazo maior de pagamento. A critério da Finame, poderá haver financiamento da parte nacional das máquinas e equipamentos, quando os índices de nacionalização, em valor e peso, estiverem compreendidos entre 5% e 60%.

c) FINAMIM - Financiamento à importação de máquinas e equipamentos: Financia a importação de máquinas e equipamentos novos, conforme disponibilidade de recursos específicos e aprovação do pedido de financiamento pela instituição credora dos recursos.

d) FINAMEX - Financiamento à exportação:

- Financia a produção de máquinas e equipamentos novos (exceto embarcações) cadastradas na Finame e que se destinem à exportação (pré-embarque).

- Refinancia as exportações das indústrias brasileiras de bens de capital, mediante o desconto de títulos e documentos representativos das respectivas transações no exterior (Pós-embarque).

e) BNDES Automático:

Financia, exclusivamente por meio dos Agentes Financeiros do BNDES, pequenas operações de empresas do segmento industrial, de comércio e de serviços, de agropecuária e de infra-estrutura.

f) FINAC - Financiamento ao acionista:

Financia o acionista controlador visando a subscrição de aumento de capital da empresa, no âmbito do apoio financeiro a um empreendimento.

g) Financiamento à Marinha Mercante e à Construção Naval:

Financia as empresas nacionais de navegação, para encomendas de embarcações e aquisição e instalação de novos equipamentos para reaparelhamento e modernização de embarcações próprias, junto a construtoras navais brasileiras.

h) FINAME Construção Naval:

Financia a comercialização de embarcações produzidas por empresas sediadas no país, destinadas à utilização pela empresa compradora.

Garantias de financiamento:

- Nas operações indiretas do BNDES, as garantias de empréstimo ficarão à critério do Agente Financeiro.

O BNDES exige constituição de garantias, consistindo cumulativa ou alternativa de:

- Hipoteca, penhor, alienação fiduciária ou caução de título, em valor correspondente a no mínimo 130% do valor da operação.
- Fiança ou aval.
- Vinculação em garantia, ou cessão de recursos financeiros.
- As garantias de operações com entidades sob controle de capital privado são:
 - Reais: oferecidos pelos mutuários, ou por terceiros;
 - Pessoais: oferecidas pelas pessoas físicas que detenham o controle direto ou indireto do beneficiário.
- Nas operações conduzidas pela FINAME, é obrigatória a alienação fiduciária da empresa.

Quando a empresa for de capital aberto, fica dispensada a garantia pessoal, conforme Resolução 636/87 de 13.01.87 do Banco Central.

A participação do Sistema BNDES incidente sobre o valor total do investimento financiável varia por produto e por setor de atividade. O custo financeiro dos financiamentos concedidos pelo Sistema BNDES é composto pela TJLP (Taxa de Juro de Longo Prazo) e do *Spread* definido para cada produto nas Políticas Operacionais específicas do setor, que pode variar de 3,5% a 7,0% a.a. O prazo total máximo (carência e amortização) varia de acordo com o produto. O prazo será concedido em função da capacidade de pagamento da empresa, que varia de 3 a 10 anos. A carência é de até 6 meses, contados da data prevista para o início da comercialização do projeto/empreendimento, limitada a 24 meses.

Segundo Casarotto e Koppittke (1993, p 220), a carência é explicada pelo prazo de maturação do investimento fixo e o prazo longo é um incentivo ao investimento, haja vista a maioria das modalidades provirem de agências governamentais.

Os créditos, tanto com recursos internos como externos, a periodicidade de pagamento do *Spread* durante a carência será trimestral, na fase de amortização; os pagamentos do principal, mais o *Spread* serão mensais e efetuados no dia 15 (para melhor controle das operações, o BNDES padronizou as datas de recebimento dos encargos e amortizações para o dia 15 de cada mês).

São passíveis de apoio financeiro, prioritariamente, os projetos destinados à capacitação tecnológica da empresa, à conservação e controle do meio ambiente, à qualidade e produtividade da empresa.

3.3.2. - FINEP - Financiadora de Estudos e Projetos

O FINEP concede financiamento com a finalidade de promover a comercialização pioneira, o desenvolvimento tecnológico, a inovação tecnológica, a utilização de serviços de consultoria, a implantação de qualidade total e à implantação de qualidade ambiental.

A participação máxima é de 90% do projeto, para pagamento num prazo de até 5 anos, e os custos serão baseados na TJLP + juros de 4.0% a 8.0% a.a.

3.3.2.1 - FINEP/ADTEN - Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Empresa Nacional.

A FINEP/ADTEN têm por finalidade apoiar financeiramente a realização de projetos de desenvolvimento tecnológico, nos diversos setores da economia. Destina-se ao desenvolvimento de novos produtos e processos, infra-estrutura de pesquisa e ensaios, programas de qualidade e novas tecnologias, abrangendo os seguintes tipos de projetos:

- Projetos de pesquisa básica;
- Projeto de pesquisa aplicada;
- Desenvolvimento experimental;
- Infra-estrutura em P & D;
- Transferência de tecnologia;
- Formação de equipe e sua qualificação técnica;
- Comercialização pioneira.

São itens financiáveis:

- Recursos humanos;
- Construção civil;
- Instalações;
- Equipamentos;
- Ferramental de Usinagem, Moldes e Matrizes;
- Matéria prima e componentes;
- Serviços de Usinagem, Montagens, Testes;
- Viagens e diárias/transportes;
- Aquisição de tecnologia.

São passíveis de financiamento os projetos apresentados por empresas com capital nacional ou não, que atendam aos seguintes requisitos simultaneamente:

- Que o financiamento se destine, conforme a finalidade da FINEP - ADTEN;
- Que as empresas já tenham estruturas produtivas implantadas no Brasil;
- Que os projetos e programas sejam desenvolvidos no país;
- Serão considerados prioritários os projetos e programas realizados em conjunto com empresas brasileiras, de capital nacional, institutos de pesquisas ou universidades brasileiras, por meio de contratos, em parcerias ou “joint-ventures”.

3.3.2.2 - FINEP/AUSC - Apoio ao Usuário de Serviços de Consultoria

A FINEP/AUSC têm por finalidade apoiar financeiramente os custos com a elaboração de estudos, projetos e programas de desenvolvimento econômico e social, nos setores industrial, agropecuário e de prestação de serviços, sendo prioritários os projetos de interesse do desenvolvimento regional, setorial e urbano dos Estados e Municípios.

Abrange estudos e projetos de pré-investimentos e planejamento relativos à melhoria de processos produtivos, realocações industriais, racionalização de sistemas financeiros, técnicos e gerenciais, estudo de viabilidade, desenvolvimento e difusão de novos métodos de gestão, planos diretores do governo e desenvolvimento e otimização de plantas.

Os beneficiários e a forma de pagamento seguem a descrição no FINEP/ADTEN.

As garantias são hipotecárias, nunca inferiores a 130% do crédito concedido, além de terem do aval dos sócios ou diretores e respectivos cônjuges.

3.3.2.3 - FINEP/AGQ - Apoio a Gestão da Qualidade

A FINEP/AGQ tem por finalidade viabilizar a implantação de sistemas de qualidade total nas empresas nacionais, especialmente daquelas que atuam com tecnologia. Ela abrange projetos de implantação técnica e sistemas de gestão de qualidade.

São itens financiáveis por essa instituição:

- Gastos realizados com a utilização de serviços, preferencialmente de consultoria nacional

- Gastos com desenvolvimento de sistemas de controle necessários à implantação de Sistemas de Gestão de Qualidade.
- Gastos com pessoal executivo da empresa alocado ao Comitê Executivo de Qualidade, ou outro órgão da empresa que exerça funções similares;
- Até 50% dos gastos com pessoal no treinamento dos programas de Gestão de Qualidade.

São beneficiárias as pessoas jurídicas, sediadas no Brasil, preferencialmente controladas por capital nacional. A forma de pagamento e as garantias seguem as normas aplicadas ao FINEP/ADTEN.

3.3.2.4 - FINEP VERDE - Apoio à capacitação de Empresas em Gestão Ambiental.

A FINEP/VERDE tem por finalidade:

- Criar condições favoráveis ao desenvolvimento responsável da indústria nacional, promovendo competitividade, em consonância com as normas de Gestão Ambiental.
- Promover a capacitação das empresas, no sentido de garantir competitividade no mercado nacional e internacional.
- Capacitar as empresas prestadoras de serviços, fornecedoras de equipamentos e instalações para gestão ambiental.
- Incentivar e promover adoção de parcerias, principalmente para empresas de pequeno e médio porte.

Objetivos do financiamento:

- Treinamento/Capacitação de recursos humanos;
- Desenvolvimento e implantação de sistemas de informação;
- Desenvolvimento, compra, absorção e implantação de tecnologias de produção limpa e de tecnologias de controle corretivas associadas à gestão ambiental;
- Apoio a implantação, adequação e manutenção de laboratórios de controle de qualidade ambiental. Implantação de procedimentos para conformidade com as normas ISO - série 14000. Implantação de sistemas de Gestão Ambiental;

- Realização de auditoria ambiental. Análise do ciclo de vida dos produtos;
- Certificação de produtos (Selo Verde). Análise do desempenho ambiental;
- Desenvolvimento de metodologias de Gestão Ambiental, para empresas prestadoras de serviços

São itens financiáveis:

- Treinamento de recursos humanos;
- Desenvolvimento e implantação de sistemas de informação;
- Desenvolvimento, compra, absorção e implantação de tecnologias de produção limpa e de tecnologias de controle associadas à Gestão Ambiental;
- Apoio à implantação, adequação e manutenção de laboratórios de controle de qualidade ambiental;
- Implantação de procedimentos de acordo com as normas de Gestão Ambiental (ISO 14000);
- Implantação de sistemas de Gestão Ambiental;
- Auditoria de ciclo de vida dos produtos;
- Certificação de produtos (rótulo ecológico);
- Análise do desempenho ambiental da empresa;
- Desenvolvimento de metodologias de Gestão Ambiental.

São beneficiárias do financiamento as empresas brasileiras; a carência é de 24 meses e a amortização, de 48 meses. A participação da FINEP é de até 90% do projeto.

3.3.3 - PRODEC - Programa de Desenvolvimento da Empresa Catarinense

O programa PRODEC tem o objetivo estimular o desenvolvimento sócio-econômico de Santa Catarina, juntamente com a iniciativa privada, visando à geração de novos empregos e à expansão da capacidade produtiva nos diversos setores de atividades, com estímulo e intensificação da internacionalização da economia catarinense.

É financiável exclusivamente o ICMS gerado com projetos de implantação, expansão, reativação de empreendimentos industriais, agroindustriais, de programas

cooperativos, industriais, agroindustriais, e de armazenagem de produtos agrícolas e comércio portuário. Serão financiados os projetos de comprovada prioridade sócio-econômica que contribuam para a preservação do meio ambiente, a desconcentração econômica e espacial das atividades produtivas e o desenvolvimento dos municípios, ou que contribuam para a consolidação do parque fabril catarinense.(Manual BADESC).

O valor do benefício está limitado a 70% do investimento fixo do projeto, excluído o terreno, com prazo de utilização de até 10 anos. A matriz de utilização desse benefício admite uma participação de até 75% do ICMS, gerado pelo projeto no 1º ano; terá decréscimo gradual até o quarto ano, estabilizando a partir do quinto ano, em até 40% do ICMS. O prazo máximo de pagamento é de 10 anos. A carência da PRODEC Indústria varia de 12 a 59 meses e a da PRODEC Importação, de 12 a 60 meses. Há exceções para PRODEC Importação. Na importação de veículos automotivos com valores superiores a R\$ 50.000.000,00 o prazo total entre carência e amortização poderá ser de até 180 meses.

Os encargos serão de 2.0% sobre o valor de cada liberação, a título de comissão cobrada diretamente da empresa e descontada no ato da liberação pelo Agente Financeiro. A atualização monetária será de acordo com a variação da UFIR diária.

A garantia dos financiamentos do PRODEC poderá ser constituída de hipoteca, penhor, alienação fiduciária ou caução de títulos, em valor total correspondente a no mínimo, 130% do valor da operação, além de ter aval dos dirigentes que detenham o controle acionária da empresa e respectivos cônjuges.

O incentivo PRODEC poderá ser usado na indústria para implantação, expansão de empresa constituída e em operação no Estado e reativação de empreendimentos industriais e/ou agro-industriais paralisados, ou na importação de máquinas e equipamentos, veículos automotores e de produtos que não possuem similar produzido em Santa Catarina.

Os recursos do BNDES/FINEP/PRODEC são repassados para as empresas por meio dos Agentes Financeiros cadastrados junto ao BNDES. No Estado, o Banco de Desenvolvimento do Estado de Santa Catarina - BADESC, e o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul - BRDE são os dois principais agentes do BNDES; ambos têm por objetivo promover o desenvolvimento econômico e social catarinense, por meio de aplicação de recursos financeiros e tecnológicos, para a expansão e a modernização da estrutura produtiva e infra-estrutura no Estado.

3.3.4 - Financiamento com recursos externos

Os custos dessas operações de financiamento com recursos externos compreendem a variação cambial, os juros e comissões. As garantias exigidas envolvem avais, fiança, caução de duplicatas, penhor, hipoteca, etc.

O dinheiro captado para esse financiamento é constituído de poupanças captadas no exterior, por instituições financeiras nacionais e repassadas internamente para as empresas e o financiamento está regulamentada pelo Resolução 63 do Banco Central. Algumas captações de recursos externos previstos na Lei nº 4.131 poderão ser contratadas diretamente entre a empresa brasileira e os agentes financeiros internacionais, sem a intervenção de um banco nacional, que atuará apenas como avalista.

3.3.4.1 - Resolução 63 do Banco Central

A Resolução 63 do Banco Central trata dos recursos de longo prazo captados no exterior, por meio da emissão de *eurobonds*, e têm prazo mínimo de 1 ano e meio. A taxa varia de acordo com o mercado, sendo a composição: flat + juros + comissão do agente + IR + IOC. Normalmente os pagamentos são os encargos semestrais e o principal no final, que deverão ser provisionados dois dias antes do vencimento, para efeito do fechamento de câmbio. A Carência é o prazo da operação do contrato. O dólar a ser utilizado para a correção cambial será o PTAX 800 do Banco Central, que equivale à média da variação cambial do dólar comercial praticado no mercado do dia anterior. As garantias exigidas são notas promissórias, penhor, hipoteca, alienação fiduciária e outras.

3.3.4.2 - Export Notes

Quanto ao crédito de exportação, uma empresa poderá obter recursos para financiar suas exportações junto a investidores nacionais, através das Export Notes. São transferidos para os investidores os direitos de vendas decorrentes dos contratos de exportação, em troca da moeda nacional.

Esse título é negociável; com ele a empresa poderá substituir os ACC (Adiantamentos dos Contratos de Câmbio), que são geralmente de prazo mais curto.

3.3.4.3 - Commercial Paper

Commercial Paper consiste numa linha de crédito de repasses, em moeda estrangeira, para financiamento de projetos de médio/longo prazo. A captação de recursos externos é feita por um banco intermediário, que emite notas promissórias (*commercial paper*) em moeda estrangeira a favor de um banco no exterior. Os repasses às empresas são feitos dentro das normas da Resolução 63 do Banco Central. As taxas são baseadas na *Libor* (London Interbank offered rate), que é a taxa interbancária dos bancos londrinos. A procura pelo produto é constante, acentuando-se em alguns períodos, influenciados por fatores tais como alto custo do dinheiro no mercado interno, correção cambial abaixo do custo do dinheiro no mercado interno e tranquilidade cambial e baixo nível de ágio entre o dólar comercial e o paralelo.

3.3.4.4 - Supplier's Credit

O *Supplier's Credit* é um financiamento em moeda estrangeira a médio prazo, geralmente por um período superior a 360 dias. É realizado diretamente com um banco estrangeiro, a favor dos exportadores de equipamentos, máquinas, utensílios, instrumentos, etc. É uma linha de crédito muito importante para importação e exportação de bens e serviços. Não pagar juros de um *Supplier's Credit* significa não querer renovar essa linha de financiamento no futuro.

Os beneficiários dos *Supplier's Credit* são geralmente empresas estrangeiras do país exportador, devidamente autorizadas e com garantias, que cubram o risco comercial e político da operação. O beneficiário do aval bancário será o importador brasileiro de bens de capital, vindos do exterior e também devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil, e da guia de importação. As vantagens para o importador brasileiro com esse empréstimo é que ele pode importar a baixos custos, pois a taxa de juros é inferior à média do mercado.

Para operação de um montante muito elevado - US\$ 100 milhões nos Estados Unidos - o prazo poderá chegar até 10 anos. Os custos para o importador são geralmente compostos por juros cobrados pelo banqueiro estrangeiro do exportador, o *flat* (comissão de gestão) e *commitment fee* (comissão de compromisso) sobre os montantes e a comissão de aval de um Banco no Brasil.

Para o banqueiro estrangeiro, a garantia do financiamento é coberto pelo aval de um Banco local (Brasil), e este exige de seu cliente o mesmo tipo de garantia para qualquer tipo de operação de aval no exterior. O limite do Banco estrangeiro poderá chegar até 85% do valor FOB das exportações contratadas.

3.3.4.5 - Buyer's Credit

Como o anterior, a Buyer's Credit é uma importante linha de financiamento, e ambas são fundamentais para o desenvolvimento do comércio exterior de qualquer país.

O *Buyer's Credit* é um financiamento externo a longo prazo, ou superior a 360 dias, concedido por um banco estrangeiro para financiar a importação de máquinas, equipamentos, instrumentos e outros bens oriundos do exterior. Para o importador brasileiro, a grande vantagem desse tipo de operação é a obtenção de um financiamento a baixo custo.

O prazo máximo desta operação é 5 anos. Dependendo do país, e para operações de valor muito elevado, poderá chegar até 10 anos. Esses contratos de valores elevados geralmente atendem a órgãos governamentais. O limite a ser financiado geralmente não ultrapassa 85% do valor da exportação realizada, e o reembolso do empréstimo é feito em prestações iguais, semestralmente.

3.3.4.6 - IFC - International Finance Corporation

O IFC - *International Finance Corporation* está interligado ao Banco Mundial. É um organismo voltado para o financiamento e para a captação de recursos que serão repassados ao setor privado dos países em desenvolvimento. Em 1994 o Brasil foi o maior mutuário da instituição, recebeu 9,8% do total dos recursos financiados mundialmente pelo IFC, distribuídos entre 84 empresas no Brasil (Relatório do Banco Central, 1994, p.150).

As organizações públicas e privadas podem trabalhar com o Banco Mundial e o IFC simultaneamente. As taxas de juros cobradas tendem a ser menores que as que o mercado ou Bancos internacionais cobram e os prazos oferecidos são relativamente longos; oscilam entre 8 e 15 anos.

Os projetos financiados pelo IFC referem-se a diversas áreas, tendo destaques aquelas voltadas para a infra-estrutura devido principalmente ao fato de que essa atividade vem sendo transferida dos governos para a iniciativa privada (Relatório do Banco Central, 1994, p.150).

3.3.4.7 - ACC - Adiantamento de Contrato de Câmbio

O Adiantamento de Contrato de câmbio permite ao exportador levantar recursos financeiros em moeda nacional, resultante da contratação de exportação anterior ao embarque. As taxas praticadas pelos Bancos autorizados pelo Banco Central do Brasil a operarem com câmbio, são atrativas para as empresas no momento atual; são taxas incentivadas pelo governo federal para competirem com as do mercado internacional, que são menores e têm efeito decisivo para a operação cambial, pelo fato de ser possível ao exportador lançar mão dos recursos em moeda nacional, provenientes da contratação, aplicando-os no processo produtivo. A empresa precisa ter junto ao Banco um limite de crédito aprovado, as operações de câmbio (ACC) serão negociadas até o teto do limite de operação pré-aprovada para a empresa. Esse limite poderá ser de um ano ou mais, dependendo do volume exportado pela empresa.

3.3.4.8 - ACE - Adiantamento Cambiais Entregues

O Adiantamento Cambiais Entregues é uma linha de financiamento à exportação já embarcada ou contratada. Todo ACC transforma-se em ACE. Quando a empresa já contratou a exportação, ela precisa entregar a documentação junto ao Banco operador do câmbio, para comprovar a exportação de mercadorias. Os documentos são semelhantes para os dois tipos de contratos

A operação cambial na empresa deve ser entendida e praticada como uma operação financeira, dentro dos prazos e limites fixados pela legislação. É usada para incentivar financiar as exportações de uma empresa.

3.4 - Debêntures

As debêntures estão entre os mais antigos tipos de investimentos no Brasil. São títulos de dívida com garantia dos ativos da empresa emitente, com a finalidade de levantar recursos; podem eles ser resgatados mediante pagamento do principal mais juros, ou podem ser convertidos em ações da empresa. Quando uma empresa lança debêntures, portanto, está contraindo uma dívida de longo prazo. A classificação de uma emissão de debêntures está no exigível de longo prazo.

Precisa-se de uma instituição intermediadora para o lançamento de debêntures; os Bancos as avaliam e garantem sua subscrição, vendendo-as por meio das Corretoras para o público interessado, ou seja, para os investidores debenturistas. Segundo Braga, “As debêntures são títulos de dívida emitidas pelas S/A, com a finalidade de levantar recursos de médio e longo prazos, para financiar suas necessidades de capital de giro e ou de capital fixo.”(Braga, 1994, p.334)

Os dois tipos de debêntures são:

- Comum: permanece sempre como um título de dívida. Pagam-se juros e amortizações até o final do prazo estipulado no contrato.
- Conversível em ações: nasce como um título de dívida e, posteriormente, o debenturista tem direito de converter o seu título em ações.

O processo de lançamento de debêntures é semelhante ao das ações. Os acionistas têm preferência para compra no lançamento desse tipo de investimento. Compete à Assembléia Geral autorizar a emissão, as características e o montante das debêntures, respeitando-se a legislação em vigor,

Uma característica das debêntures é a possibilidade de renegociação (repactuação) das taxas de juros, periodicamente, pelos debenturistas e pela empresa.

3.5 - Arrendamento Mercantil

Arrendamento mercantil é também chamado de *Leasing*. A empresa, ao invés de comprar um equipamento, poderá alugá-lo e aplicar recursos em outros projetos, ou mesmo não contrair empréstimos para comprá-lo.

Com o arrendamento a empresa tem a vantagem de poder deduzir integralmente o valor do *leasing* no Imposto de Renda (IR), mas tem a desvantagem de não poder deduzir a depreciação e os juros do financiamento, se tivesse contraído dívida para comprar o equipamento. Após o término do prazo do arrendamento, a empresa tem a opção de comprar o equipamento, pagando por ele o valor residual, conforme estipulado no contrato.

A arrendadora poderá prestar assistência de manutenção à arrendatária, conforme o contrato de prestação dos serviços.

3.5.1 - Lease-Back

Lease-Back é uma operação de arrendamento mercantil. A empresa possui um bem com um tempo de uso, de no mínimo seis meses, vende-o a uma arrendadora e a torna-se uma arrendatária. Essa operação é realizada por Banco de Investimento, Banco de Desenvolvimento e empresa de *leasing*.

Segundo Casarotto e Kopittke (1993, p.231), a diferença entre *leasing* e *lease-back* é que neste compara-se o custo dessa operação com o custo de uma operação de financiamento para capital de giro e no *leasing*, o custo dessa operação com o custo de uma operação de compra financiada.

CAPÍTULO IV

4 - ESTRUTURA DE CAPITAL, NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO E ALAVANCAGEM NA CERÂMICA PORTOBELLO S/A DE 1990 A 1995.

4.1 - Histórico da empresa

A Cerâmica Portobello S/A pertence ao Grupo Portobello, constituído por 12 empresas, e iniciou suas atividades em 1944, quando foi criada a Usina de Açúcar Tijucas S/A - USATI. Hoje o grupo atua nas áreas de açúcar e álcool, fruticultura de maçãs, cerâmica e imobiliária.

O processo de diversificação das empresas do Grupo USATI, como era denominado, iniciou-se em meados da década de 70, com o ramo cerâmico, por apresentar atrativos como disponibilidade de matéria-prima na região e potencial do mercado.

A Cerâmica Portobello S/A foi criada em 22 de dezembro de 1977, após um amplo processo de análises dos mais variados aspectos: de mercado, de produto, de equipamentos, de processos tecnológicos e organizacionais. No início foi também criada a Mineração Portobello Ltda, que, em conjunto com laboratórios italianos e espanhóis, pesquisou e estudou as várias alternativas de matérias-primas adequadas para a fabricação de seu produto.

As atividades de produção iniciaram-se em junho/79, quando entrou em operação o forno I, com capacidade de $65.000\text{m}^2/\text{mês}$. Nos três anos seguintes, mais três fornos entraram em operação, aumentando a capacidade para $300.000\text{m}^2/\text{mês}$. Concluiu-se nesse período a instalação da Fábrica I, em maio/82. No ano de 1985 iniciou-se o processo de expansão das instalações industriais, com a montagem da Fábrica II, em duas etapas. A primeira foi concluída em agosto/87, com três fornos e uma capacidade instalada de $300.000\text{m}^2/\text{mês}$; a segunda etapa, com 3 fornos, foi concluída em novembro/88, com capacidade de $400.000\text{m}^2/\text{mês}$, atingindo a capacidade total de $1.000.000\text{m}^2/\text{mês}$ de produção.

Em 1990 iniciou-se o processo de modernização da indústria, que consistiu na substituição da Fábrica I, visando reduzir custos de produção, atingir novos mercados e obter maior grau de competitividade. Com a importação de máquinas e equipamentos de tecnologia nova, para produção de ladrilhos de pequeno formato, concluiu-se o projeto em setembro/91 mantida a mesma capacidade de produção.

Em 1994 foi iniciada a implantação das fábricas de revestimento Monoporoso (para parede), de Peças Especiais e Terceira Queima, atingindo a indústria então a capacidade instalada de produção de 1.250.000m²/mês; a conclusão deu-se em 1995, ampliando-se a produção para 1.500.000m²/mês, ou seja, 18.000.000m²/ano, representando 20% de acréscimo em relação à produção do ano anterior.

Atualmente a linha de revestimentos cerâmicos tem flexibilidade de produção de pequenos lotes personalizados, ou seja, de pedidos sob encomenda, visando à máxima satisfação do cliente. A empresa investe constantemente no desenvolvimento de novos produtos e em novos equipamentos, para garantir a competitividade com os mais avançados produtos internacionais.

O plano de investimentos para o triênio 1993/1996, no montante de US\$ 53,8 milhões, atingiu US\$ 44,6 milhões em 1995, sendo os US\$ 9,2 milhões restantes previstos para 1996 destinados ao reequipamento e otimização do processo produtivo, à melhoria das instalações industriais e à ampliação da rede de *show-rooms*. Os recursos utilizados para investimentos são oriundos na maioria de empréstimos de longo prazo, sendo o mais expressivo deles contratado com a International Finance Corporation - IFC, no montante de US\$ 19 milhões.

O objetivo da expansão e modernização da indústria é atender a fatia mais nobre do mercado brasileiro; com produto diferenciado e com qualidade de serviços que sempre foram fatores de sucesso no Grupo e na atividade cerâmica, o parque industrial da Cerâmica Portobello se destaca internacionalmente por sua modernização e tecnologia. À medida que as metas previstas foram atingidas, cresceu a participação da empresa no mercado, o que permitiu uma abertura no *portfolio* de produtos, dentro de uma escala viável economicamente, e atingindo patamares cada vez mais nobres de mercado, pelos tipos de produtos e alternativas oferecidas.

Preocupada em manter sua liderança, a empresa está atenta às tendências nacionais e internacionais de uma crescente globalização do mercado. Para atingir esse objetivo, em 1990 foi criada a Portobello América, Inc, especializada na distribuição de

revestimento cerâmico na América do Norte. Essa empresa trabalha não apenas com produtos Portobello Brasil, mas também com fornecedores internacionais de azulejos espanhóis, de mosaicos japoneses e coreanos e de granito cerâmico italiano que, com embalagens Portobello, permitem à empresa afiliada, entre outros aspectos, ter um maior *portfolio* de produtos e uma escala econômica. Os fornecedores internacionais serão parceiros também no mercado interno, permitindo à Cerâmica Portobello aumentar o *portfolio* de produtos no país e otimizar os investimentos mercadológicos e seu parque industrial com produtos com que é mais competitiva.

4.2 - Características do setor cerâmico

O setor de revestimentos cerâmicos engloba os produtos destinados ao revestimento de paredes internas, externas e pisos, que se classificam, de acordo com o processo de fabricação, em dois grupos:

- Produtos obtidos por prensagem (monoqueima e biqueima);
- Produtos obtidos por extrusão (lajotas cerâmicas, vidradas ou não).

A monoqueima, processo adotado pela cerâmica Portobello, consiste na queima simultânea do corpo cerâmico e do esmalte que o reveste, ao contrário da biqueima, que requer uma queima prévia do corpo cerâmico, antes da aplicação do esmalte. Ela proporciona economia de custos operacionais e garante aos produtos características de resistência e durabilidade melhores que a biqueima.

O setor de revestimentos cerâmicos para pisos, no Brasil, passou por uma série de crise, no período 1982/84, quando sua produção registrou uma queda de 22%. A partir de 1985/89 houve uma recuperação, com crescimento da produção de até 15% ao ano. O setor cerâmico produziu nesse período aproximadamente 85.7 milhões de m²/ a.a de pisos, dos quais, 83% foram produtos obtidos pelo processo de monoqueima e os 17% restantes, pelo processo de biqueima.

No triênio 1990/92 ocorreu uma forte retração nas vendas, o que ocasionou uma queda na produção. Em 1990 a queda foi de aproximadamente 23%; em 1991, de 10%; no biênio 1990/1991, o segmento de azulejos caiu 35% e o de pisos, 26%, a queda no setor, portanto, foi em média 31%. Em 1992, o segmento de azulejos teve queda de 12,5%, e o segmento de pisos registrou crescimento de 1,4%, a queda média do setor no ano, portanto,

foi de 5,6%. A produção de 1993 foi 21% maior que 1992. Esse crescimento é atribuído ao crescimento do mercado de construção civil, especialmente no segmento de pisos, que é o responsável pela principal receita da Cerâmica Portobello S/A.

Na Cerâmica Portobello verifica-se, em relação a 1994, um crescimento de produção de 13,91%, em 1995. O aumento da capacidade instalada, a melhoria no processo produtivo e os programas de Qualidade Total foram os responsáveis por esse aumento da produção.

Segundo o relatório da Cerâmica Portobello para a CVM (abr/96), a *performance* da empresa em termos de mercado, deveu-se à segmentação de sua atuação nos mais variados nichos de mercado, notadamente da exportação, permitindo um crescimento diversificado e constante.

Em 1995 a participação da Cerâmica Portobello, no segmento de pisos, foi de 10.8% em relação à produção total nacional. No mercado interno, sua participação foi de 9,31% e, no mercado externo, de 18,92% da produção nacional.

Seus principais concorrentes são:

CECRISA - Cerâmica Criciúma S/A - Criciúma - SC
 ELIANE - Indústria de Azulejos Eliane - Cocal do Sul - SC
 INCEPA - Indústria Cerâmica Paraná S/A - Curitiba - PR
 IASA - Indústria de Azulejo S/A - Recife - PE
 GYOTOKU - Cerâmica Gyotoku S/A - Suzano - SP
 CHIARELLI - Cerâmica Chiarelli S/A - Mogi Guaçu - SP
 GERBI - Cerâmica Gerbi S/A - Mogi Guaçu - SP
 SANT'ANA - Sant'ana S/A Ind. Gerais - Diadema - SP
 INCA - Indústria Cerâmica da Amazônia S/A - São Paulo - SP
 TUBARÃO - Pisos Tubarão - Tubarão - SC
 GUAINCO - Guainco Pisos Esmaltados Ltda - Mogi Guaçu - SP

4.3 - Comercialização e distribuição

A comercialização da Cerâmica Portobello no mercado interno é realizada com empresas comerciais e com grandes consumidores, por intermédio de filiais da empresa e de

show-rooms. Sua principal via de distribuição é a rede de revendedores de materiais de construção, aproximadamente 3.000 pontos em todo o país, mas a distribuição por meio de engenharias (vendas de pacotes completos para grandes prédios urbanos) é também muito utilizada. A maior concentração no mercado interno encontra-se nas regiões sul e sudeste.

No mercado externo exceto nos Estados Unidos, a comercialização é feita por meio de representantes autônomos, especializados em vender materiais de acabamento de construção, ou por recomendação do mercado, por meio de distribuidores exclusivos. Nos Estados Unidos, devido ao seu grande potencial e participação na importação de pisos, optou-se por instalar uma filial própria - a Portobello América, Inc. No mercado externo os principais compradores são Estados Unidos, Canadá, África do Sul, Austrália e Dinamarca. Além desses países, a Cerâmica Portobello mantém consolidadas as vendas para América Latina. Com a criação de Mercosul, aumentaram as vendas para os países que o compõem.

A concorrência a nível internacional para a Cerâmica Portobello ocorre na Itália, Espanha e nos países do Extremo Oriente. O maior volume de produtos cerâmicos consumidos internacionalmente é o de menor qualidade e de menor custo da produção local desses países. Em relação à qualidade, tecnologia e *design*, entretanto, os pisos Portobello oferecem competitividade, principalmente no que diz respeito aos fretes, uma vez que os concorrentes europeus enfrentam custos com fretes comparáveis ao da Cerâmica Portobello S/A.

Interessante observar que os períodos de sazonalidade nos negócios/produtos não se aplica à Cerâmica Portobello e que nenhum cliente seu representa mais de 5% nas vendas individualmente; isto não a deixa à mercê de contratempos dos clientes.

4.3.1 - Principais Produtos e Serviços

TABELA 1 - Produtos e serviços oferecidos/receita líquida.

Principais produtos e serviços	% Receita Líquida
Pisos Cerâmicos	82,10
Revestimentos Cerâmicos Monoporosa	11,10
Argamassa/Rejunte (Portocol)	2,34
Porcelanato	1,41
Outras Receitas	2,92

Fonte: CERÂMICA PORTOBELLO S/A. **Relatório para CVM**. Tijucas, abr. 1996.

4.4 - Gestão ambiental

No que diz respeito a problemas ambientais, a empresa de modo geral é pouco poluente, pois a principal matéria-prima - a argila - é inerte e inócua, e a maior parte dos produtos químicos são em forma de vidros inertes (fritas cerâmicas). Os principais contaminantes da indústria cerâmica são a sílica, o chumbo, o cromo, e o flúor, porém sob controle, pois a empresa possui filtros nas prensas e aspiradores nas cabines de esmaltação. A empresa possui uma estação para tratamento de efluentes, com os objetivos de preservar o meio ambiente e reaproveitar os resíduos no processo de produção.

4.5 - A abertura do capital social

A Cerâmica Portobello abriu seu capital em 1990/1991. Em 01/11/90 a empresa fez emissão pública de 26.000 debêntures conversíveis, numa série única, com vencimento em 01/11/2000, de valor nominal (base 21/05/96) R\$ 957,04, totalizando o montante de R\$ 24.883.040). A emissão teve a finalidade de captar recursos externos, para expandir a sua produção, e diminuir os custos, ou seja, produzir numa economia de escala para obter ganhos de produtividade e qualidade de seus produtos, por meio da importação de máquinas e equipamentos de alta tecnologia, além de redefinir o perfil de sua estrutura de capital, que era composta por 71% de capital próprio.

Em outubro/91 foi realizada a abertura do capital social da empresa, através da transformação das debêntures simples em conversíveis. Decorrido o prazo legal para que o

direito de exercício fosse realizado, 20.217 debêntures, ou seja, 78% haviam sido convertidas em ações, restando 5.783 debêntures que permaneceram no mercado, e em 1992 foram recompradas pela empresa e permaneceram em tesouraria até 1995, quando foram relançadas no mercado.

A partir de nov/91, as ações convertidas começaram a ser aceitas para negociação nas Bolsas do Extremo Sul, Rio de Janeiro e São Paulo.

O Capital Social subscrito e integralizado é de R\$ 44.249.800,00, dividido em 7.575.516 ações escriturais, sem valor nominal, das quais 5.512.482 são ordinárias e 2.063.034 são preferenciais.

TABELA 2 - Posição acionária dos acionistas com mais de 5% de ações com direito a voto.

Acionistas	nacionalidade	ações ord.		ações pref.		total de ações	
		Qtde (mil)	(%)	Qtde (mil)	(%)	Qtde (mil)	(%)
Ref. Catarinense S/A	brasileira	4.166	76	582	28	4.748	63
IFC - Int. Finance Corp.	estrangeira	-	-	617	30	617	8
Previ	brasileira	551	10	228	11	779	10
Petros	brasileira	270	5	180	9	450	6
outros	brasileira	525	9	456	22	981	13
Total		5512	100	2063	100		100

Fonte: CERÂMICA PORTOBELLO S/A. Relatório para CVM. Tijucas, abr. 1996.

Conforme estatuto da empresa Cerâmica Portobello, Art. 26º Parágrafo 2º:

Após as deduções prevista em lei, o lucro líquido terá a seguinte destinação: 5% (cinco por cento) para Reserva Legal, até atingir 20% (vinte por cento) do Capital Social atualizado monetariamente; 30% (trinta por cento), no mínimo, do lucro líquido ajustado nos termos do artigo 202 da Lei 6.404/76, a título de dividendos obrigatórios atualizados monetariamente; o saldo remanescente, se houver, terá o destino que, por proposta da administração, for deliberado pela Assembléia Geral, que terá a faculdade de destinar até 10% (dez por cento) para reserva estatutária, até o limite de 20% (vinte por cento) do Capital Social atualizado monetariamente, para pesquisas e desenvolvimento de novos produtos e tecnologias. (Estatuto Social consolidado, com alterações até a última Assembléia Geral Ordinária, realizada em 29.04.96).

Até 1994, o dividendo mínimo obrigatório era o maior valor verificado entre 8% do Capital Social atualizado e 30% do Lucro Líquido ajustado.

TABELA. 3 - Dividendos distribuídos (%).

1990	1991	1992	1993	1994	1995
-	-	-	30%	50%	30%

Fonte: Demonstrações Financeiras e Balanços Patrimoniais da Cerâmica Portobello S/A no período 1990-1995.

4.6 - Nível de Endividamento da Cerâmica Portobello no período 1990 - 1995.

A análise das Demonstrações Financeiras, para avaliar o desempenho passado da empresa, foi baseada na ótica financeira, e não priorizou as normas contábeis do Brasil. Os encargos aparecem nas Demonstrações de Resultados deduzidas do lucro operacional, e no Brasil - conforme a circular 179 do Banco Central, e a Lei 6.404 - incluem-se os encargos financeiros no rol das despesas operacionais.

Considerando as demonstrações contábeis publicadas pela Cerâmica Portobello S/A referente aos seis últimos exercícios sociais, efetuaremos o cálculo e posterior análise dos índices de endividamento e alavancagem financeira da empresa.

A análise dos índices de endividamento é freqüentemente usada por analistas financeiros, acionistas e credores com o objetivo de fazer uma avaliação da situação financeira da empresa, pois esses índices dão uma medida relativa do desempenho de uma empresa; mas, segundo Gitman (1987, p. 218), um simples índice não fornece informações suficientes para se julgar o desempenho global de uma empresa, a não ser em aspectos específicos de posição financeira da empresa, que se quer saber.

Os índices a seguir foram calculados conforme item 2.4. - Nível de Endividamento.

TABELA 4.a - Índice de endividamento do setor cerâmico no período de 1990 a 1995.

1990	1991	1992	1993	1994	1995
33,6	50,4	26,5	30,9	34,6	38,9

Fonte: Balanço Anual Gazeta Mercantil no período de 1990 a 1995.

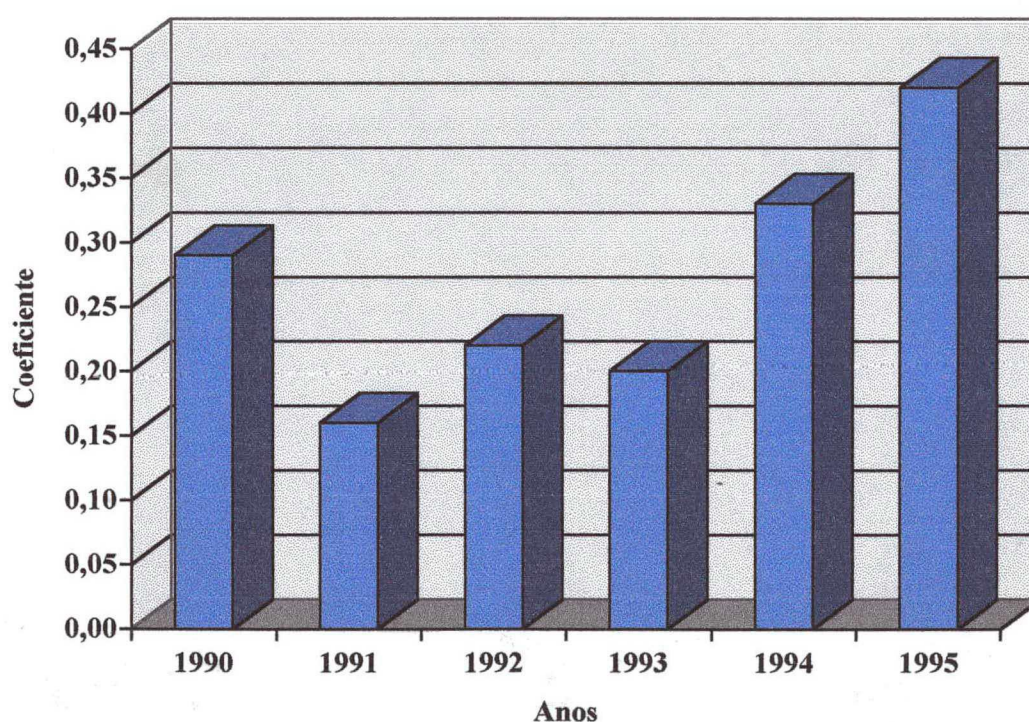
TABELA 4.b - Índice de participação de capital de terceiros.

1990	1991	1992	1993	1994	1995
0,29	0,16	0,22	0,20	0,33	0,42

Fonte: Demonstrações Financeiras e Balanços Patrimoniais da Cerâmica Portobello S/A no período 1990-1995.

O endividamento total da Cerâmica Portobello S/A no período analisado está abaixo da média do setor cerâmico, com exceção de 1995, em que a empresa apresentou índice de 42,0% enquanto 36,1% foi a média do setor cerâmico.

FIGURA 4 - Coeficiente de Endividamento Total.



Fonte: Demonstrações Financeiras e Balanços Patrimoniais da Cerâmica Portobello S/A no período 1990-1995

TABELA. 5 - Índice exigível a longo prazo/patrimônio líquido.

1990	1991	1992	1993	1994	1995
0,13	0,06	0,03	0,05	0,15	0,28

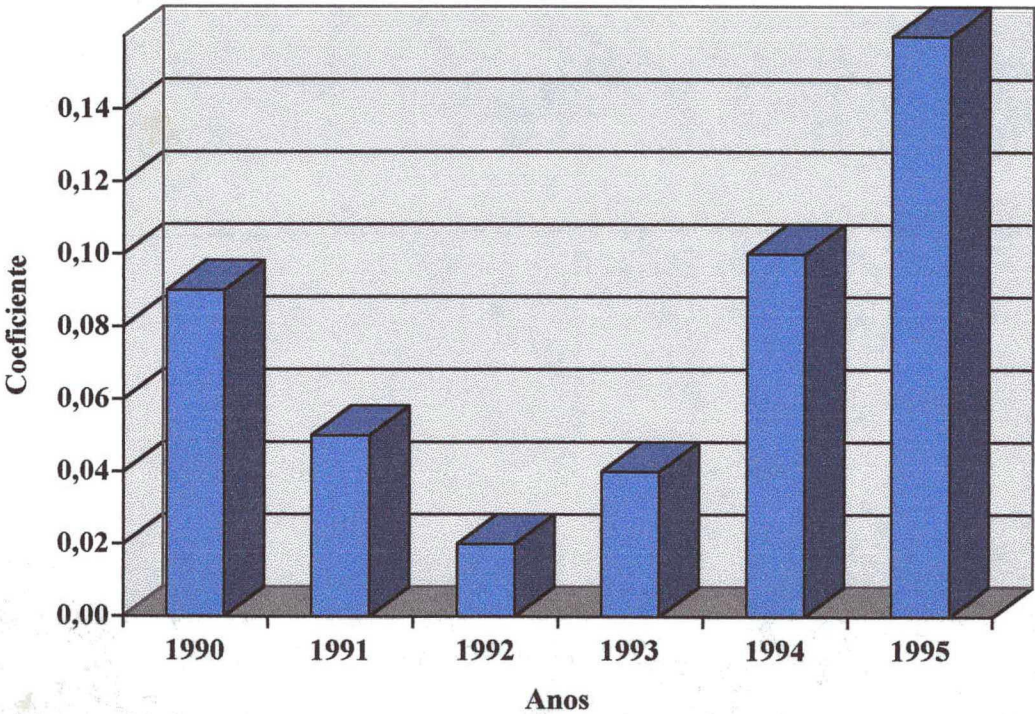
Fonte: Demonstrações Financeiras e Balanço Patrimonial da Cerâmica Portobello S/A no período 1990-1995.

TABELA 6 - Índice de Endividamento a Longo Prazo

1990	1991	1992	1993	1994	1995
0,09	0,05	0,02	0,04	0,10	0,16

Fonte: Balanços Patrimoniais da Cerâmica Portobello S/A no período 1990-1995.

FIGURA5 - Coeficiente de Endividamento a Longo Prazo.



Fonte: Balanços Patrimoniais da Cerâmica Portobello S/A no período 1990-1995.

Os coeficientes de endividamento total e endividamento a longo prazo nos mostram qual o percentual de capital de terceiros é utilizado pela empresa em relação ao capital total.

Na Cerâmica Portobello constatamos que, no período 1990/92, houve uma queda no coeficiente de endividamento a longo prazo, ou seja, utilizou-se menos capital de terceiros, o índice caiu de 9% em 1990 para 2% em 1993. O índice de endividamento total, no período

1990/93, oscilou de 29% em 1990 a 20% em 1993. No período 1993/95, constata-se um aumento no índice de endividamento de longo prazo e total na empresa, que apresentou um índice de 4% em 1993, e aumentou para 16% em 1995, nesse período. Justifica-se o aumento no capital de terceiros na empresa pelos altos investimentos realizados para expansão da capacidade instalada e sua inovação/atualização tecnológica.

Os índices de endividamento total e o de longo prazo tiveram aumento considerável no biênio 1994/95, devido aos projetos de expansão envolvendo altos investimentos, em torno de R\$ 28,6 milhões, incluindo novas fábricas para industrialização de revestimentos para parede, de peças especiais, de terceira queima e de argamassa e rejuntas; novos *show-rooms*, laboratórios de desenvolvimento de produtos e de controle de qualidade. Conforme Modigliani-Miller (apud Ross, Westerfield & Jaffe, 1995, p.325), o aumento na participação de capital de terceiros - endividamento - é benéfico em relação aos impostos, já que os juros são deduzidos para fins de Imposto de Renda.

Os investimentos realizados foram baseados nas fontes de financiamento, conforme abaixo:

TABELA 7 - Capital de Terceiros (R\$ milhões).

"Supplier's Credit"	4,5
Financiamento IFC	7,2
FINAME/FINEP	1,7
Total	13,4

Fonte: Relatório anual Cerâmica Portobello S/A, 1994.

TABELA 8 - Capital Próprio (R\$ milhões).

Geração de Caixa	9,2
Aumento de capital:	
IFC	4,3
Empregados	1,3
Controladores	0,4
Total	15,2

Fonte: Relatório anual Cerâmica Portobello S/A, 1994.

Em face de atraso no desembolso do financiamento da IFC, que ocorreu somente em janeiro de 1995, a empresa recorreu à rede bancária para empréstimos de curto prazo. Isso

explica o aumento no coeficiente de endividamento total que passou de 0,20 em 1993, para 0,33 em 1994, em consequência dos financiamentos contraídos para os investimentos realizados, e do endividamento de longo prazo, de 0,10 para 0,16. O perfil desses financiamentos é de longo prazo, variando de 5 a 10 anos com taxas de juros entre 6,5% e 12% a.a em média, mais correção monetária. Em 16/11/94 foram aprovadas em, AGE (Assembleia Geral Extraordinária), a emissão de 864.371 ações preferenciais, representando aproximadamente 11% do capital total. A subscrição desse aumento foi realizada conforme tabela acima pela IFC, empregados e controladores das Empresas Portobello.

O aumento da dívida bancária no período 1993/95 teve como contrapartida:

- O programa de ampliação da capacidade instalada;
- O aumento das Contas a Receber, em decorrência da ampliação dos prazos de faturamento, de 30 para 60 dias, de forma a ganhar competitividade nas vendas.

A dívida bancária da Cerâmica Portobello contém um montante de R\$ 14.5 milhões, contratados junto à IFC/Banco Mundial, cuja amortização será feita em 14 parcelas semestrais, com início somente a partir de novembro de 1997, além de investimento de R\$ 4,3 milhões em ações preferenciais da empresa, integralizadas em dez/94.

Em 1994, a empresa diminuiu em 7% o volume exportado, devido à valorização do real frente ao dólar, que diminuiu a margem bruta de lucro, pois, com o real valorizado, a empresa vendendo para o exterior recebe menos em real, devido ao pagamento ser em dólar e, na conversão, esse estar desvalorizado. Para a empresa é mais lucrativo vender, nesse caso, para o mercado interno, mas a Cerâmica Portobello cumpriu as exportações já contratadas.

A receita operacional da Cerâmica Portobello, que cresceu 10% em 1994, em relação ao ano de 1993, pode ser justificada pela mudança no *portfolio* de produtos; conseqüentemente, houve uma elevação do preços médios dos produtos.

Em 1995 foram integralizados R\$ 2,0 milhões em ações preferenciais sem direito a voto, representando aproximadamente 3% do capital social. As debêntures da empresa, que se encontravam em tesouraria, foram recolocadas no mercado, pelo valor total de R\$ 5,0 milhões. O programa de investimentos, que priorizou a expansão da capacidade de produção, atingiu R\$ 17 milhões, em sua quase totalidade financiada por empréstimos de longo prazo. Destes o mais expressivo foi contratado com a International Finance Corporation - IFC. Verifica-se um aumento no nível de endividamento a longo prazo e no endividamento total,

devido aos investimentos realizados no período, que hoje totaliza uma produção de aproximadamente 1.500.000 m²/mês.

O aumento de estoques de produtos acabados na Cerâmica Portobello S/A, ocorre em consequência da conclusão da 1ª etapa da Fábrica de Monoporosa e da implantação de um Forno para Grandes Formatos, aliadas a uma sensível queda de vendas no mercado, no período de 93/94 e 1º semestre de 95. Junte-se a isso o aumento do *portfolio* de produtos, de forma a ampliar o atendimento de pedidos para garantir vendas, e consequentemente manutenção de maior números de lotes nos pedidos de compra pelos clientes, pois esses, leia-se “Revendas”, passaram a estocar um volume menor de pedidos, haja vista que dispõem dos produtos Portobello no momento em que necessitam entregá-los ao consumidor final. A Cerâmica Portobello pretende compensar os custos com os estoques dos produtos acabados, que consequentemente aumentam a necessidade de capital de giro da empresa, com melhor atendimento seus clientes, garantindo com isso, um aumento no volume de vendas.

4.7 - Alavancagem

A alavancagem financeira, calculada conforme foi definida no capítulo 2, item 2.3., é vista como a medida de quanto uma empresa se apóia no uso de capital de terceiros.

TABELA 9 - Alavancagem financeira da Cerâmica Portobello S/A.

1990	1991	1992	1993	1994	1995
(0,01)	(0,69)	(0,47)	4,49	9,35	(0,62)

Fonte: Demonstrações Financeiras e Balanços Patrimoniais da Cerâmica Portobello S/A no período 1990-1995.

A alavancagem financeira da empresa foi negativa no período 1990/92. Em 1993 a empresa recuperou-se e apresentou um índice positivo, aumentou significativamente em 1994, e teve uma queda brusca em 1995. Nos anos 1993/94, em que a Cerâmica Portobello apresentou uma maior alavancagem financeira, isso ocorreu devido aos altos investimentos realizados, o que aumentou o risco e o retorno dos investimentos: a empresa não estava trabalhando com toda a capacidade instalada e houve uma retração nas vendas dos produtos. Podemos analisar simultaneamente o índice de cobertura de juros, que teve semelhante comportamento ao da alavancagem financeira.

Esta aumentou em 1993/94, devido à maior participação de capital de terceiros na empresa. Segundo Gitman (1987, p.514), quanto mais riscos uma empresa deseja assumir, maior será sua alavancagem.

A alavancagem operacional da empresa, nos anos analisados, teve uma evolução significativa. Ela, que é determinada pela relação entre a receita de vendas e o LAJIR (calcula-se pela fórmula indicada no item 2.3.), comportou-se como podemos constatar nos dados do Balanço de Pagamento dos anos analisados. Em 1991/92 há maior alavancagem operacional, ou seja, os custos de produção são maiores em relação à receita das vendas. Houve uma recuperação em 1993/94 e uma queda em 1995, devido ao aumento nos custos de estoques, marketing, novos show-rooms, e ao fato de as vendas efetuadas não atingiram as expectativas dos investimentos realizados.

TABELA. 10 - Índice de cobertura de juros.

1990	1991	1992	1993	1994	1995
0	0	0	1,80	3,51	0,47

Fonte: Demonstrações Financeiras e Balanços Patrimoniais da Cerâmica Portobello S/A no período 1990-1995.

Esses índices indicam a capacidade da empresa para pagamento de juros dos financiamentos contratados e são calculados conforme indicado no item 2.3.

De 1990 a 1992 a empresa não gerou lucro (LAJIR) suficiente para cobrir os juros de sua dívida. Em 1993, passou a ter índice de 1,80, portanto, teve uma recuperação; para cada R\$ 1,80 do lucro, a empresa paga R\$ 1,00 de juros e sobra R\$ 0,80 de lucro para o caixa da empresa. Em 1994, houve aumento da capacidade instalada, com a conclusão da Fábrica de Monoporosa e redução dos custos de produção devido à economia de escala, ao fato de a empresa ter praticado preços menores, apesar do aumento de seu endividamento, devido aos grandes investimentos. A empresa apresentou nesse ano até 1995, o melhor índice de cobertura de juros - 3,51. Em 1995, houve uma redução drástica desse índice, em relação ao ano anterior, em decorrência de uma forte retração na margem bruta (lucro bruto), provocado pela política creditícia do governo, bastante rigorosa, que causou queda nas vendas e nos preços, atingindo o resultado econômico da empresa, além da sobrevalorização do real em relação ao dólar, o que diminuiu as margens de lucros obtidas nas exportações.

4.8 - Análise Horizontal

A análise horizontal permite que se avalie a evolução nominal do tamanho da empresa em intervalos sequenciais de tempo.

A análise horizontal dos valores é obtida por meio dos números-índices. Verifica-se o resultado obtido em determinado ano com o verificado em um ano anterior, definido como ano-base da análise. Pode ser calculado também como data-base ou mês-base.

Para a análise horizontal da Cerâmica Portobello utilizamos o ano-base 1990 com valores atualizados com a UFIR de 31/12/95 (0,7952).

Calcula-se:

$$\text{Número índice} = \frac{\text{ano analisado} \times 100}{\text{ano - base}} \quad (5)$$

TABELA 11 - Evolução das vendas e dos Lucros brutos da Cerâmica Portobello, de 1990 a 1995

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Receita Líquida	100	634	775	1.311	1.445	1.396
C.P.V	100	734	909	1.094	1.317	1.478
Despesas operacionais	100	576	596	1.141	1.222	1.223
Lucro Bruto	100	460	541	1.684	1.664	1.251

Fonte: Demonstrações dos Resultados dos Exercícios no período 1990-1995 (UFIR)

As receitas operacionais líquidas cresceram nominalmente em relação a 1990: 6,34 vezes (534%) em 1991, 7,75 vezes (675%) em 1992, 13,11 vezes (1.211%) em 1993, 14,45 vezes (1.345%) em 1994 e 13,96 vezes (1.296%) em 1995.

O lucro bruto acompanhou a evolução das receitas até 1992. Em 1993/94, a evolução do lucro bruto é maior do que a evolução das receitas líquidas operacionais. Neste caso, o crescimento nominal dos custos de produção cresceu proporcionalmente mais que suas respectivas receitas, devido a mudança no perfil da produção. Os novos investimentos tiveram o objetivo de melhorar a qualidade e o *design* de seus produtos para atender uma clientela mais exigente e mais nobre do mercado. A empresa investiu mais na área comercial,

através de *show-rooms*. Em 1995 houve uma queda no lucro bruto, devido ao aumento dos custos conforme acima citado.

Conforme o gráfico abaixo, podemos constatar que o custo dos produtos vendidos até 1992 era maior que as receitas operacionais, o lucro bruto e as despesas operacionais. A partir de 1992, o custo dos produtos vendidos cresceu gradualmente, houve uma evolução bastante acentuada das receitas operacionais líquidas e do lucro bruto. No final de 1994, devido às mudanças para aumento do *portfolio* de produtos oferecidos pela empresa, uma forte retração nas vendas, aliadas à sobrevalorização do real frente ao dólar, a margem bruta das exportações diminuíram. As despesas operacionais mantiveram-se estáveis a partir do final de 1992.

FIGURA 6 - Análise Horizontal do DRE.

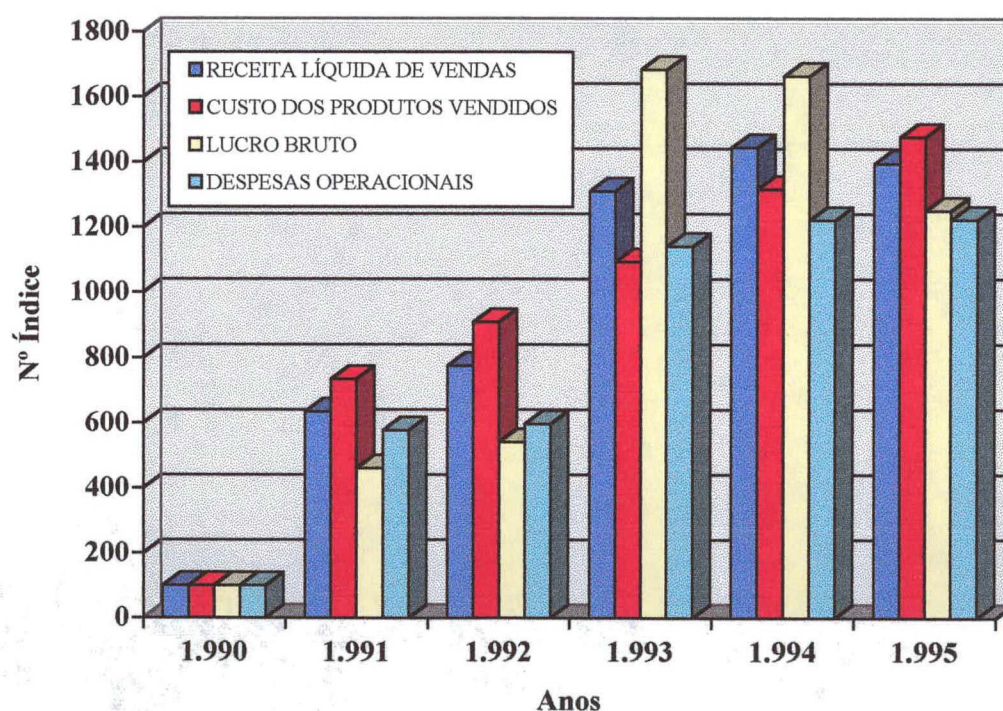


TABELA 12 - Evolução do Ativo e Passivo.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
AC*	100	117	164	182	203	372
PC*	100	79	142	122	206	272
RLP*	100	313	300	180	240	642
ELP*	100	71	31	58	185	369
AP*	100	140	135	137	172	173
PL*	100	162	156	164	170	174

* Ativo Circ.; Passivo Circ.; Realizável a longo pr.; Exigível a longo.pr.; Ativo Perm.; Patr. LÍq.

Fonte: Balanços Patrimoniais no período 1990 a 1995 atualizados pela UFIR de 31/12/95.

O ativo circulante mostra evolução nominal de 272% e o passivo circulante, de 172%, até 1995, com relação a 1990, devido ao aumento dos estoques dos produtos acabados e dos prazos médios das Contas a Receber, passou de 30 para 60 dias o Ativo Circulante cresceu mais que o Passivo Circulante em 1995. O aumento no prazo médio das Contas a Receber é uma estratégia para financiar os seus clientes e para ganhar competitividade nas vendas, garantindo um volume de vendas maior.

O realizável a longo prazo e o exigível a longo prazo evoluíram 542% e 269%, respectivamente, até 1995, com relação a 1990. Até 1993 a participação de recursos próprios na empresa era consideravelmente maior que em 1995. A Cerâmica Portobello redefiniu seu perfil de financiamento; e os novos investimentos, a partir de 1993, tiveram uma maior participação de recursos de terceiros de longo prazo, grande parte deles oriundos de empréstimos via BNDES e de recursos externos.

O ativo permanente e o patrimônio líquido evoluíram 73% e 74%, respectivamente, até 1995, com relação a 1990. Verificamos, portanto, um crescimento de 74% no Patrimônio Líquido da empresa, em 5 anos. Isso pode ser considerado bom, devido à característica de a empresa ser de perfil conservador, que planeja crescimento moderado.

FIGURA 7 - Análise Horizontal do Ativo.

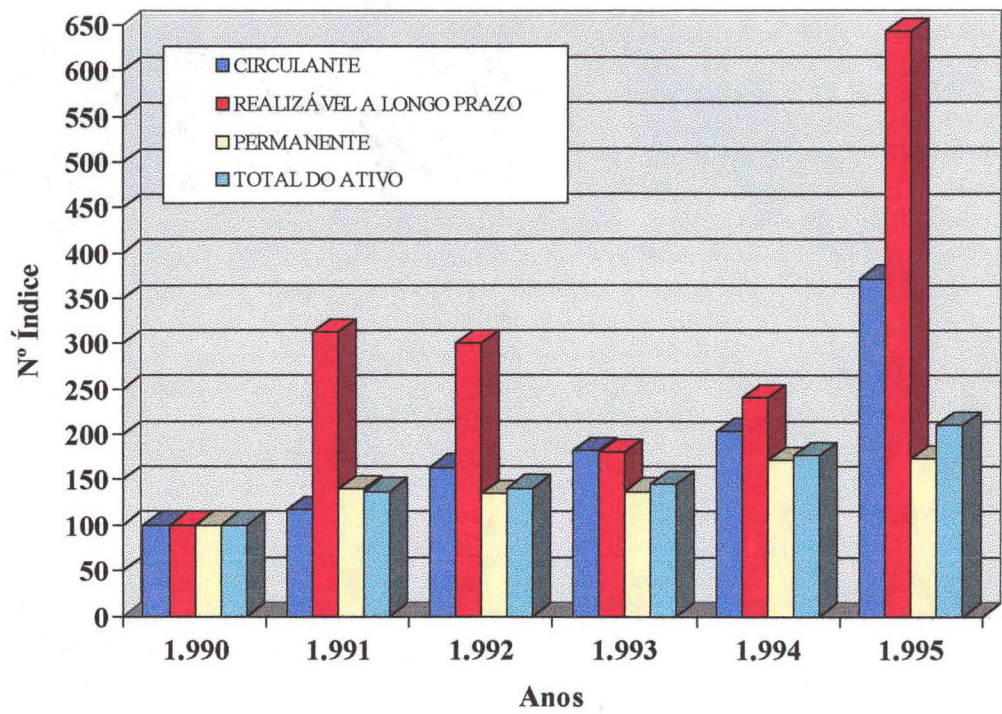
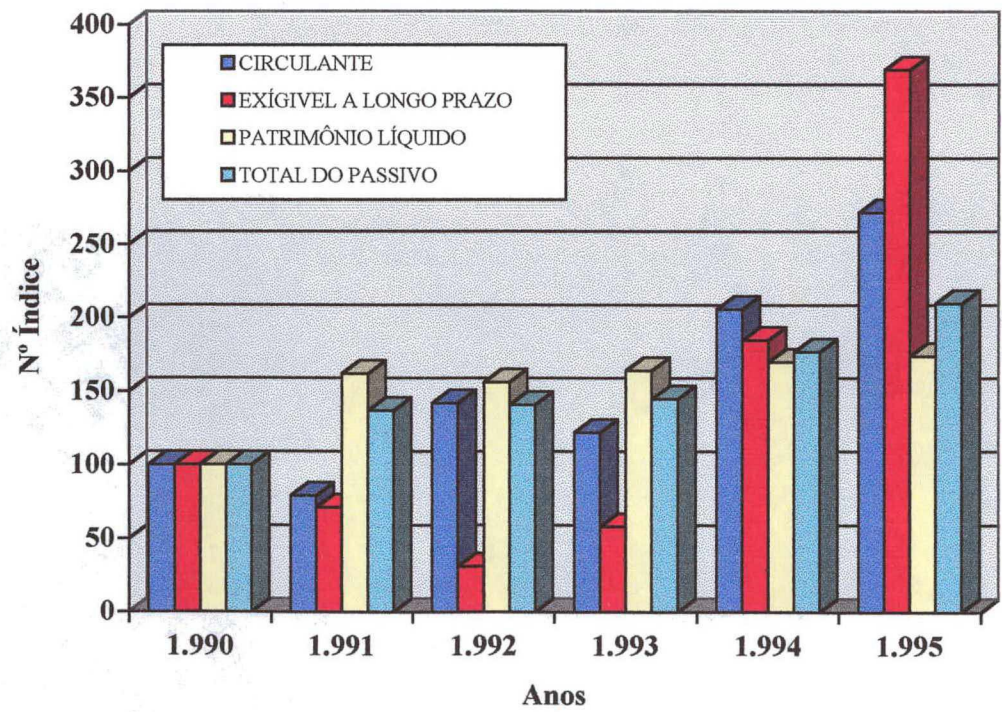


FIGURA 8 - Análise Horizontal do Passivo.



4.9 - Análise Vertical

A análise vertical constitui uma análise comparativa relativa entre valores afins ou relacionáveis, identificadas numa mesma demonstração contábil. Essa análise permite que se conheçam as alterações ocorridas na estrutura de capital de uma empresa, e complementa as conclusões obtidas na análise horizontal.

Na análise vertical verifica-se a composição do ativo e passivo da empresa.

Calculam-se quocientes, conforme indicado abaixo, sendo:

AC - Ativo circulante

AT - Ativo total

RLP - Realizável a curto prazo

ELP - Exigível a longo prazo

AP - Ativo permanente

PC - Passivo circulante

PL - Patrimônio líquido

PT - Passivo total

TABELA 13 - Análise vertical da Cerâmica Portobello S/A.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
AC/AT	18,3	15,5	21,3	22,9	20,9	32,2
RLP/AT	0,4	1,0	0,9	0,5	0,6	0,13
AP/AT	81,3	83,4	77,8	76,6	78,5	66,5
PC/PT	19,8	11,5	20,0	16,6	23,0	25,5
ELP/PT	9,3	4,8	2,10	3,8	9,8	16,5
PL/PT	70,9	83,7	78,0	79,5	67,2	58,0

Fonte: Balanços Patrimoniais Cerâmica Portobello S/A no período 1990-1995.

Na análise vertical nota-se a composição do Ativo e Passivo da empresa; essa análise complementa a análise horizontal.

Partindo-se do Ativo Total da empresa, em cada ano, observa-se um crescimento dos investimentos de curto prazo, os quais passaram de 18,3% em 1990, para 32,2% em 1995, com exceção de 1991, em que os investimentos de curto prazo apresentaram um decréscimo, e a participação dos investimentos foi de 15,6%. Isso se explica pelo lançamento das

debêntures e posterior transformação em ações da empresa. Nessa análise pode-se constatar a necessidade que a empresa tem de capital de giro. Devido à falta de investimentos para o setor de construção civil, a empresa precisou alterar o prazo no faturamento de 30 para 60 dias, em média, para ganhar competitividade nas vendas.

Nas aplicações de longo prazo (realizável e permanente), a empresa apresentou oscilações; no período de 1990 a 1991, há um acréscimo no realizável de longo prazo e permanente. Em 1992/93 há um decréscimo nas aplicações de longo prazo, em relação a 1991. Esse fato explica-se pela preferência (necessidade) da empresa por ativos de curto prazo. Em 1994 começaram os altos investimentos na empresa, para ampliação da sua capacidade instalada e atualização tecnológica. O realizável a longo prazo elevou-se bastante, ao contrário, o ativo permanente apresentou um decréscimo acentuado.

Ao se avaliar a estrutura (composição) do passivo da empresa, nota-se evolução no passivo circulante, o qual, de 19,8% em 1990, passou a financiar 25,5% das aplicações totais processadas no ativo em 1995. Nesse período houve oscilações, a maior verificou-se em 1991, caiu para 11,5% em relação aos 19,8% de 1990, cresceu novamente em 1992, quando atingiu 20,0%. Segundo Martins (1993, p.244), aumentando-se a participação dos passivos de curto prazo, a capacidade de pagamento de curto prazo da empresa decresce e isso pode afetar sua liquidez.

A análise vertical da empresa permite ainda visualizar maior tendência por recursos próprios (Patrimônio Líquido), em relação aos recursos de capital de terceiros (Exigível Longo Prazo), em sua estrutura de financiamento a longo prazo. A proporção de capital de terceiros aumentou no decorrer dos anos, em 1990 o Exigível Longo Prazo financiava 9,3% do Ativo total e o Patrimônio Líquido 70,9%; em 1995 essas participações passaram a representar respectivamente 16,8% e 58,0%. Esse distanciamento constitui-se uma maior participação de capital de terceiros na estrutura de capital da Cerâmica Portobello S/A, devido aos altos investimentos realizados na empresa para a expansão da capacidade produtiva e atualização tecnológica. Como a empresa carece de capital de giro, podemos constatar que ela usa recursos de longo prazo, que são mais baratos; ou seja, as taxas de juros no Brasil são mais favoráveis do que as de curto prazo, para financiar o capital de giro. Percebe-se um decréscimo no Ativo Permanente, no período de 1992 a 1995, em relação ao período de 1990/91. O Realizável a Longo Prazo teve uma evolução muito pequena, irrelevante, no período analisado.

4.10 - Estrutura de Capital da Cerâmica Portobello S/A

A Estrutura de Capital da Cerâmica Portobello S/A é composta por um percentual de capital próprio maior do que capital de terceiros. É uma empresa que tem geração de recursos internos (lucros retidos). Conforme vimos na teoria, utilizando menos capital de terceiros, ela está deixando de ter benefícios fiscais, mas em compensação seu grau de endividamento é consideravelmente pequeno, com exceção dos anos de 1994/1995, devido aos altos investimentos realizados na empresa.

Nos meses de novembro e dezembro de 1995, com a necessidade de recursos de longo prazo, a Cerâmica Portobello optou pelo relançamento no mercado da totalidade das debêntures que se encontravam em tesouraria.

Conforme tabela abaixo, podemos verificar a participação dos recursos de terceiros na atual estrutura de capital da Cerâmica Portobello S/A.

TABELA 14 - Composição dos empréstimos dez/95.

	Valor	Venc. final	Encargos/Atualização
Passivo Circulante	12.965	-	-
Parcelas de Longo Prazos, vencíveis no exercício seguinte	4.179	dez/1996	
Encargos do Longo Prazo	289	dez/1996	
Contratos de Curto Prazo	8.497	-	4,45% a.m.
Passivo Exigível de Longo Prazo	22.379	-	-
I.F.C.	13.615	jun/2004	Var. Cambial + 10,56% a.a
Supplier's Credit (Itália)	4.012	jul/1999	Var. Cambial + 6,41% a.a
Finame/Finep/Poc	4.018	out/2000	TJLP + 12% a.a
Prodec	734	fev/2002	UFIR

Fonte: Demonstrações Financeiras da Cerâmica Portobello S/A, 1995

As fontes recursos utilizadas, como podemos constatar, são as mais diversas, tanto no capital próprio quanto no capital de terceiros, a empresa busca outras alternativas de financiamento com recursos externos, principalmente nos programas de expansão. Quando há investimentos a serem realizados, buscam-se as melhores alternativas do mercado, levando-se em consideração o limite de crédito aprovado, que a empresa tem em certas linhas de financiamento nos agentes financeiros. Quando todo o limite de crédito aprovado pelo agente

financeiro já está utilizado, a empresa precisa buscar outras alternativas de financiamento compatível com sua saúde financeira; ou seja, com um custo menor e que venha trazer-lhe o maior retorno possível.

As alternativas usadas pela empresa foram consideradas adequadas para a conjuntura atual; a composição da estrutura de capital depende de alguns fatores, como optar por utilizar mais recursos próprios vai depender da disponibilidade dos acionistas em investirem recursos na empresa, ou encontrarem parceiros dispostos a investir, para o crescimento dela. Os recursos de terceiros dependem do custo de capital para a empresa, e se o retorno do projeto de investimento for maior que as taxas praticadas no mercado, como também é muito importante o prazo nos empréstimos de longo prazo.

✓ A Cerâmica Portobello busca o apoio dos governos federal e estadual, através das linhas de financiamento do BNDES/FINEP/PRODEC, além do IFC, que é uma entidade do Banco Mundial; esses organismos financeiros têm por finalidade principal promover o desenvolvimento econômico e social do estado, país ou região, com a geração de novos empregos e aumento na arrecadação de benefícios fiscais para o estado, através de incentivos para as empresas poderem desenvolverem-se tecnologicamente, com o objetivo de seu crescimento e desenvolvimento de novos produtos de qualidade com preços competitivos no mercado nacional e internacional em relação aos de outras empresas, por meio de uma economia global.

A empresa possui um Planejamento Estratégico que visa otimizar os recursos materiais e humanos, através do aumento da produtividade e qualidade de seus produtos, crescer no mercado atual, mantendo/elevando seu nível de participação; estabilizar os preços e diminuição dos custos; expandir-se geograficamente, através de novas filiais e show-rooms e desenvolver novos produtos e expandir-se para outros segmentos de mercado. Em relação a isso existe uma definição concreta. O Planejamento feito para o período 1993/97 está sendo executado e os objetivos alcançados estão dentro do previsto pela empresa. Os planejamentos são feitos para períodos de cinco anos, com detalhamento anual e semestral, acompanhamento mensal e, em alguns segmentos, diário. Segundo informações dos administradores da empresa, há sintonia do setor administrativo-financeiro com os demais setores operacionais da empresa. São estabelecidas metas e executam-se as decisões nos diversos setores de atividade no âmbito global da empresa.

A empresa investiu para o aumento da capacidade instalada, para a manutenção e atualização tecnológica (máquinas, equipamentos e informática), redefiniu seu perfil de

produtos e hoje o *portfolio* de produtos da Cerâmica Portobello é de aproximadamente 1000 itens.

A conclusão das novas unidades fabris no final de 1994 proporcionaram um aumento de 25% na capacidade instalada de produção de revestimentos cerâmicos. Ainda neste final de ano foi autorizado pela AGE (Assembléia Geral Extraordinária) o aumento de capital, via emissão de 864.371 ações preferenciais, equivalentes a 11% do capital total da empresa, gerando um montante de R\$ 6,0 milhões.

Recentemente (1993/94) houve a necessidade de elevar o prazo médio das contas a receber, de 30 para 60 dias, como forma de flexibilizar as vendas (financiamento a fornecedores).

Os fatores externos que mais prejudicaram a Cerâmica Portobello foram as políticas do governo sobre restrição ao crédito e, principalmente, a falta de investimentos no setor de construção civil (incentivos para financiamento da casa própria) e altas taxas de juros no mercado interno.

Há boas perspectivas na Cerâmica Portobello S/A para o futuro, como diminuição do custo de estocagem dos produtos, ganhos de produtividade das linhas de produção substituindo matérias-primas por outras de menor custo e renegociação de preços com os fornecedores; diminuição das despesas financeiras, em razão de menor nível de endividamento e maior participação de recursos de ACC, decorrente do aumento das exportações. A empresa está em busca contínua de adequação da estrutura financeira/capital da empresa.

Conclui-se que não existe uma estrutura “ótima” de capital. Uma decisão do montante de investimentos a serem realizados depende do risco e rentabilidade do projeto, como também dos custos dos recursos próprios e capital de terceiros. Caberá aos administradores escolherem a melhor proporção entre capital de terceiros e capital próprio para compor a estrutura de capital que torne o valor da empresa o maior possível, por meio de investimentos aceitáveis, após análise de todas as variáveis que influenciam cada caso.

A proporção de capital próprio e de terceiros precisa ser compatível com a empresa. Essa poderá ter benefícios fiscais utilizando mais capital de terceiros, ou seja, aumentando seu endividamento. Quanto maior a participação de recursos de terceiros, entretanto, maior será o risco que a empresa incorrerá de não poder cobrir os pagamentos fixos. A consequência seria, num caso extremo, uma possível falência sua.

CAPÍTULO V

5 - CONCLUSÃO

A análise da Cerâmica Portobello S/A permitiu uma ampla visão do processo de financiamento e desenvolvimento empresarial na atualidade. Os últimos seis anos foram repletos de situações novas, devido à sucessão dos chamados "planos de estabilização", promovidos por vários governos e, mais recentemente, devido à política de abertura da economia.

A administração da empresa adaptou-se às várias circunstâncias, exigindo atuações em diversos níveis. Particularmente, no que diz respeito à administração financeira, escopo deste trabalho, sintetiza-se toda a dinâmica do processo:

Em 1990, a Cerâmica Portobello S/A efetuou seu primeiro lançamento de debêntures no mercado, para captar recursos para iniciar um programa de modernização. Em 1991, abriu o capital, viabilizando a conversão de parte das debêntures em ações, o que reduziria o endividamento. Em 1992, com uma recuperação financeira e uma significativa redução de custos, a empresa recomprou as debêntures restantes, cujos custos tinham ficado altos, em relação às novas alternativas representadas pelo capital próprio. Em 1993 após um importante programa de investimentos, da ordem de R\$54 milhões, a empresa veio a enfrentar problemas o que se refletiu nos anos seguintes, devido ao aumento no custos dos produtos vendidos, à retração do mercado e à política cambial brasileira que dificultou as exportações. Além desses problemas, em 1995 a empresa deparou-se com um mercado de preços em queda. A combinação das necessárias estratégias de financiamento levou-a utilizar-se ainda de diversas outras fontes de recursos, como Supplier's Credit, financiamentos do IFC e do BNDES e, finalmente, contratos de ACC/ACE.

O perfil dos financiamentos são de longo prazo, em média de 5 a 10 anos. A estrutura de capital é razoavelmente constante, na proporção capital próprio / capital de

terceiros. A estrutura é adequada à empresa, pela razão de que quando o desempenho operacional foi satisfatório, os juros tornavam-se irrelevantes.

Mas tal adequação não é a preocupação principal. Talvez, ao contrário, seja a consequência de uma política voltada para os objetivos operacionais, em que a administração financeira é um meio. Assim, por exemplo, quando da falta de financiamento para a venda de seus produtos (construção civil), a empresa buscou alternativas próprias para financiar seus clientes, com o aumento no prazo médio para pagamento das duplicatas.

Procedimentos dessa natureza são fruto de um planejamento constante, pois as margens de lucro são extremamente sensíveis ao preço e ao volume de vendas. Não é por outra razão que o Planejamento Estratégico da empresa abrange os próximos cinco anos, com detalhamentos anuais, revisões semestrais e acompanhamentos mensais e diários. A empresa procura se colocar nos diversos nichos de mercado que possam pagar por seus produtos diferenciados e de maior valor agregado.

O resultado dessas investigações leva-nos a constatar que, pelo menos no caso da empresa estudada, não se persegue nem se considera relevante uma estrutura “ótima” de capital como um objetivo em si mesmo. Adicionalmente, as diversas fontes de financiamento disponíveis são elementos à disposição das oportunidades empresariais que transcendem a estrutura de capital. Até que ponto poderíamos generalizar essas conclusões? Ao chegarmos ao final desta monografia, a curiosidade por aquelas respostas motiva-nos a considerá-la apenas um ponto de partida para outros estudos sobre o tema.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BADESC. **Manual**. Florianópolis, jul. 1996.

BRAGA, Roberto. **Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1994, 408 p.

CASAROTTO Filho, Nelson; KOPITKE, Bruno Hartmut. **Análise de investimentos**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1994, 781 p.

GAZETA MERCANTIL. Balanço anual, Edição especial. São Paulo, n. 14, out. 1990.

_____. Balanço anual, Edição especial. São Paulo, n. 15, out. 1991.

_____. _____. São Paulo, n. 16, out. 1992.

_____. _____. São Paulo, n. 17, out. 1993.

_____. _____. São Paulo, n. 18, out. 1994.

_____. _____. São Paulo, n. 19, out. 1995.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios da Administração Financeira**. 3. ed. São Paulo: Harbra, 1987, 781 p.

MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração Financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1993, 559 p.

CERÂMICA PORTOBELLO S/A.. **Relatório Sintético**. Tijucas, 1995, 33 p.

_____. **Relatório da Administração/90**. Tijucas, mar. 1991.

_____. **Relatório da Administração/91**. Tijucas, mar. 1992.

_____. **Relatório da Administração/92**. Tijucas, fev. 1993.

_____. **Demonstrações Financeiras/93**. Tijucas, fev. 1995.

_____. **Demonstrações Financeiras/94**. Tijucas, fev., 1995.

_____. **Relatório para Comissão de Valores Modiliários**. Tijucas, abr., 1996.

_____. **Demonstrações Financeiras/95**. Tijucas, fev., 1996.

RELATÓRIO DO BANCO CENTRAL. Brasília, 1994, v. 31, p. 150.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph. W.; JAFFE, Jeffrey. **Administração Financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995, 700 p.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais.** Belo Horizonte: CNBV, 1993, 279 p.

VAN HORNE, James C. **Fundamentos de Administração Financeira.** Rio de Janeiro: Prentice Hall do Brasil, 1984.

ANEXO

BALANÇO PATRIMONIAL	1990⁽²⁾	1991⁽²⁾	1992⁽²⁾	1993⁽²⁾	1994⁽¹⁾	1995⁽¹⁾
ATIVO	Em Cr\$ 1.000	Em Cr\$ 1.000	Em Cr\$ 1.000	Em R\$	Em R\$	Em R\$ 1.000
CIRCULANTE	11.037.622	159.070.495	223.322.753	22.849.566	25.471.086	57.090
Caixa e Bancos	97.553	1.233.837	4.549.699	423.150	351.281	338
Aplicações Financeiras	2.769	797.819	780.125	104.214	9.161	25
Clientes	6.410.763	89.081.946	184.591.740	14.230.922	16.554.960	32.768
(-) Provisão para Devedores Duvidosos	(180.881)	(2.609.641)	(4.895.702)	(186.462)	(247.280)	(47)
(-) Adiantamentos Cambiais de Exportação	(386.299)	(13.839.336)	(33.870.721)	(3.466.084)	(5.565.136)	(4.203)
Adiantamentos a fornecedores	40.314	1.043.679	2.512.136	586.311	986.598	801
Estoques	5.117.921	80.695.385	67.546.578	8.866.932	12.838.870	25.622
Títulos e Valores Mobiliários	1.996			1.596.379		1.033
Outros Créditos	86.824	2.241.016	1.871.213	671.702	478.525	190
Despesas Antecipadas	92.194	425.790	266.013	22.502	64.107	563
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	256.150	9.871.361	9.465.144	522.805	698.471	2.288
Empréstimos Compulsórios	123.988	2.028.718	368.562	25.003	36.917	52
Depósitos Judiciais	51.660	3.500.818	8.990.692	480.730	18.723	337
Incentivos Fiscais					243.465	190
Créditos com Soc. em Conta de Participação					100.577	1.372
Outros Créditos	2.809	74.315	105.890	17.072	2.301	316
Despesas Antecipadas					296.489	21
Crédito com Empresas Ligadas	77.692	4.267.510				
PERMANENTE	49.158.500	847.739.177	817.141.112	76.313.986	95.796.915	117.861
Investimentos	648.108	9.257.233	48.973.423	5.213.415	5.412.545	6.002
Imobilizado	47.187.756	803.928.027	736.337.462	68.793.519	85.167.512	102.703
Diferido	1.322.635	34.553.917	31.830.227	2.307.052	5.216.858	9.156
TOTAL DO ATIVO	60.452.272	1.016.681.033	1.049.929.009	99.686.357	121.966.473	177.239
PASSIVO						
CIRCULANTE	11.974.517	116.487.529	209.540.176	16.572.472	28.027.920	45.245
Empréstimos e Financiamento	6.299.909	61.089.873	20.061.285	2.473.461	7.464.036	12.965
Fornecedores	3.228.054	20.121.131	58.864.153	3.414.844	5.329.717	8.715
Contas a Pagar Empresas Ligadas				1.880.058	295.790	1.798
Adiantamentos de contratos de Câmbio	440.942	10.965.702	68.667.552	321.714	5.169.401	13.714
Obrigações Fiscais a Recolher	900.302	8.961.645	17.848.699	1.551.135	1.084.122	1.254
Obrigações Sociais a Recolher	330.290	4.720.050	5.260.540	487.314	466.896	614
Obrigações Trabalhistas	524.708	8.046.729	12.791.434	1.182.481	2.181.170	2.932
Provisão Impostos e Contribuições			1.707.984	386.723	849.464	1.037
Vendas Entrega Futura			19.541.244	1.633.906		693
Outras Contas a Pagar	156.054	2.582.399	4.797.285	931.448	2.301.532	742
Dividendos a Pagar				3.409.388	2.885.792	227
Comissões a Pagar						554
EXÍGIVEL A LONGO PRAZO	5.646.973	49.230.559	21.633.194	3.748.239	11.947.235	29.180
Empréstimos e Financiamentos	1.049.146	10.407.645	21.633.194	3.748.239	7.876.990	22.379
Debêntures		38.822.914			1.508.309	5.308
Empréstimos de Empresas Ligadas	4.597.827				2.453.056	0
Provisão para o Imposto de Renda						1.053
Outras Contas a Pagar					108.880	440
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	42.830.782	850.962.945	818.755.639	79.265.646	81.991.318	102.814
Capital Social	20.113.008	326.676.763	326.676.763	30.117.340	34.443.078	44.250
Reservas de Capital		140.476.211	140.476.211	12.950.933	13.213.580	16.217
Reservas de Reavaliação	23.440.870	412.731.832	378.095.793	31.988.175	29.143.470	32.080
Reservas de Lucros				113.061	1.290.110	830
Lucros Acumulados	(723.096)	(28.921.861)	(26.493.128)	4.096.137	3.901.080	9.437
TOTAL DO PASSIVO	60.452.272	1.016.681.033	1.049.929.009	99.686.357	121.966.473	177.239

(1) Valores correntes

(2) Valores com correção integral

FONTE: Demonstrações Financeiras e Balanço Patrimonial da Cerâmica PortoBello no período de 1990 - 1995.

BALANÇO PATRIMONIAL	1990⁽¹⁾	1991⁽¹⁾	1992⁽¹⁾	1993⁽¹⁾	1994⁽¹⁾	1995⁽¹⁾
ATIVO	Em R\$ 1.000	Em R\$ 1.000	Em R\$ 1.000	Em R\$ 1.000	Em R\$ 1.000	Em R\$ 1.000
CIRCULANTE	15.320	17.959	25.213	27.982	31.192	57.090
Caixa e Bancos	135	139	514	518	430	338
Aplicações Financeiras	4	90	88	128	11	25
Clientes	8.898	10.057	20.841	17.427	20.274	32.768
(-) Provisão para Devedores Duvidosos	(251)	(295)	(553)	(228)	(303)	(47)
(-) Adiantamentos Cambiais de Exportação	(536)	(1.562)	(3.824)	(4.245)	(6.815)	(4.203)
Adiantamentos a fornecedores	56	118	284	718	1.208	801
Estoques	7.104	9.111	7.626	10.859	15.723	25.622
Títulos e Valores Mobiliários	3	0	0	1.955	0	1.033
Outros Créditos	121	253	211	823	586	190
Despesas Antecipadas	128	48	30	28	79	563
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	356	1.114	1.069	640	855	2.288
Empréstimos Compulsórios	172	229	42	31	45	52
Depósitos Judiciais	72	395	1.015	589	23	337
Incentivos Fiscais	0	0	0	0	298	190
Créditos com Soc. em Conta de Participação	0	0	0	0	123	1.372
Outros Créditos	4	8	12	21	3	316
Despesas Antecipadas	0	0	0	0	363	21
Crédito com Empresas Ligadas	108	482	0	0	0	
PERMANENTE	68.230	95.711	92.256	93.456	117.315	117.861
Investimentos	900	1.045	5.529	6.384	6.628	6.002
Imobilizado	65.495	90.765	83.134	84.246	104.298	102.703
Diferido	1.836	3.901	3.594	2.825	6.389	9.156
TOTAL DO ATIVO	83.906	114.785	118.539	122.078	149.363	177.239
PASSIVO						
CIRCULANTE	16.620	13.152	23.657	20.295	34.324	45.245
Empréstimos e Financiamento	8.744	6.897	2.265	3.029	9.141	12.965
Fornecedores	4.480	2.272	6.646	4.182	6.527	8.715
Contas a Pagar Empresas Ligadas	0	0	0	2.302	362	1.798
Adiantamentos de contratos de Câmbio	612	1.238	7.753	394	6.331	13.714
Obrigações Fiscais a Recolher	1.250	1.012	2.015	1.900	1.328	1.254
Obrigações Sociais a Recolher	458	533	594	597	572	614
Obrigações Trabalhistas	728	908	1.444	1.448	2.671	2.932
Provisão Impostos e Contribuições	0	0	193	474	1.040	1.037
Vendas Entrega Futura	0	0	2.206	2.001	0	693
Outras Contas a Pagar	217	292	542	1.141	2.819	742
Dividendos a Pagar	0	0	0	4.175	3.534	227
Comissões a Pagar	0	0	0	0	0	554
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	7.838	5.558	2.442	4.590	14.631	29.180
Empréstimos e Financiamentos	1.456	1.175	2.442	4.590	9.646	22.379
Debêntures	0	4.383	0	0	1.847	5.308
Empréstimos de Empresas Ligadas	6.382	0	0	0	3.004	0
Provisão para o Imposto de Renda	0	0	0	0	0	1.053
Outras Contas a Pagar	0	0	0	0	133	440
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	59.448	96.075	92.439	97.070	100.408	102.814
Capital Social	27.916	36.882	36.882	36.882	42.180	44.250
Reservas de Capital	0	15.860	15.860	15.860	16.182	16.217
Reservas de Reavaliação	32.535	46.598	42.688	39.173	35.690	32.080
Reservas de Lucros	0	0	0	138	1.580	830
Lucros Acumulados	(1.004)	(3.265)	(2.991)	5.016	4.777	9.437
TOTAL DO PASSIVO	83.906	114.785	118.539	122.078	149.363	177.239

(1) Valores corrigidos pela UFIR de 30/12/95.

FONTE: Demonstrações Financeiras e Balanço Patrimonial da Cerâmica PortoBello no período de 1990 - 1995.

D.R.E.	1990 ⁽²⁾	1991 ⁽²⁾	1992 ⁽²⁾	1993 ⁽²⁾	1994 ⁽²⁾	1995 ⁽²⁾
RECEITA BRUTA DE VENDAS	7.743.108	606.105.381	716.364.445	107.878.646	115.777.840	141.266
DEDUÇÕES	(2.123.248)	(168.284.676)	(181.306.144)	(24.426.048)	(23.776.683)	(32.419)
Impostos sobre vendas (ICMS/IPI/PIS/COFINS)		(128.391.196)	(138.930.501)	(19.265.231)	(17.091.405)	(23.128)
Cancelamentos/Abatimentos		(39.893.480)	(42.375.643)	(5.160.817)	(6.685.278)	(9.291)
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	5.619.860	437.820.705	535.058.301	83.452.598	92.001.157	108.847
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(3.561.170)	(321.454.958)	(398.279.209)	(44.199.897)	(53.206.131)	(73.119)
LUCRO BRUTO	2.058.690	116.365.747	136.779.092	39.252.701	38.795.026	35.728
DESPESAS OPERACIONAIS	(2.046.062)	(157.456.036)	(165.268.297)	(33.568.264)	(31.339.073)	(36.801)
Vendas		(84.921.489)	(119.051.241)	(14.729.656)	(20.447.069)	(23.617)
Gerais e Administrativas		(53.568.598)	(51.285.310)	(6.205.911)	(6.743.428)	(9.448)
Outras Receitas e Despesas Operacionais		6.393.507	20.309.512	(5.548.169)	(1.176.109)	1.697
DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDA	(881.094)	(12.572.442)	(15.241.258)	(7.084.528)	(2.972.467)	(2.039)
LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL	(868.466)	(41.090.289)	(28.489.205)	5.684.437	7.455.953	(1.073)
RESULTADO NÃO OPERACIONAL	(17.342)	(1.655.889)	(3.916.018)	70.784	90.168	75
LUCRO ANTES IRPJ/PARTICIPAÇÕES	(885.808)			5.755.221	7.546.121	(998)
Provisão para Impostos e Contribuições				(432.752)	(3.454.679)	(267)
Reversão Provisão Impostos e Contribuições						1.512
Participação dos Administradores e Empregados					(2.245.468)	0
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(885.808)	(42.746.178)	(32.405.223)	5.322.469	3.866.874	247
LUCRO LÍQUIDO POR AÇÃO	(0,01)	(1,02)	0,33	0,79	0,58	0,03

(1) Valores correntes

(2) Valores com correção integral

FONTE: Demonstrações Financeiras e Balanço Patrimonial da Cerâmica PortoBello no período de 1990 - 1995.

D.R.E.	1990 ⁽¹⁾	1991 ⁽¹⁾	1992 ⁽¹⁾	1993 ⁽¹⁾	1994 ⁽¹⁾	1995 ⁽¹⁾
RECEITA BRUTA DE VENDAS	10.747	68.430	80.879	132.110	141.784	141.266
DEDUÇÕES	(2.947)	(19.000)	(20.470)	(29.913)	(29.117)	(32.419)
Impostos sobre vendas (ICMS/II/PIS/COFINS)		(14.496)	(15.685)	(23.593)	(20.930)	(23.128)
Cancelamentos/Abatimentos		(4.504)	(4.784)	(6.320)	(8.187)	(9.291)
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	7.800	49.431	60.409	102.198	112.666	108.847
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(4.943)	(36.293)	(44.966)	(54.128)	(65.157)	(73.119)
LUCRO BRUTO	2.857	13.138	15.443	48.070	47.509	35.728
DESPESAS OPERACIONAIS	(2.840)	(17.777)	(18.659)	(41.108)	(38.378)	(36.801)
Vendas	0	(9.588)	(13.441)	(18.038)	(25.040)	(23.617)
Gerais e Administrativas	0	(6.048)	(5.790)	(7.600)	(8.258)	(9.448)
Outras Receitas e Despesas Operacionais	0	722	2.293	(6.794)	(1.440)	1.697
DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDA	(1.223)	(1.419)	(1.721)	(8.676)	(3.640)	(2.039)
LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL	(1.205)	(4.639)	(3.216)	6.961	9.131	(1.073)
RESULTADO NÃO OPERACIONAL	(24)	(187)	(442)	87	110	75
LUCRO ANTES IRPJ/PARTICIPAÇÕES	(1.229)	0	0	7.048	9.241	(998)
Provisão para Impostos e Contribuições	0	0	0	(530)	(4.231)	(267)
Reversão Provisão Impostos e Contribuições	0	0	0	0	0	1.512
Participação dos Administradores e Empregados	0	0	0	0	(2.750)	0
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(1.229)	(4.826)	(3.659)	6.518	4.735	247
LUCRO LÍQUIDO POR AÇÃO	0	0	0	0	0	0,03

(1) Valores corrigidos pela UFIR de 30/12/95.

FONTE: Demonstrações Financeiras e Balanço Patrimonial da Cerâmica PortoBello no período de 1990 - 1995.

D.R.E.	1990 ⁽²⁾	1991 ⁽²⁾	1992 ⁽²⁾	1993 ⁽²⁾	1994 ⁽¹⁾	1995 ⁽¹⁾
RECEITA BRUTA DE VENDAS	7.743.108	606.105.381	716.364.445	107.878.646	115.777.840	141.266
DEDUÇÕES	(2.123.248)	(168.284.676)	(181.306.144)	(24.426.048)	(23.776.683)	(32.419)
Impostos sobre vendas (ICMS/IPI/PIS/COFINS)		(128.391.196)	(138.930.501)	(19.265.231)	(17.091.405)	(23.128)
Cancelamentos/Abatimentos		(39.893.480)	(42.375.643)	(5.160.817)	(6.685.278)	(9.291)
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	5.619.860	437.820.705	535.058.301	83.452.598	92.001.157	108.847
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(3.561.170)	(321.454.958)	(398.279.209)	(44.199.897)	(53.206.131)	(73.119)
LUCRO BRUTO	2.058.690	116.365.747	136.779.092	39.252.701	38.795.026	35.728
DESPESAS OPERACIONAIS	(2.046.062)	(144.883.594)	(150.027.039)	(26.483.736)	(28.366.606)	(34.762)
Vendas	(1.194.755)	(84.921.489)	(119.051.241)	(14.729.656)	(20.447.069)	(23.617)
Gerais e Administrativas	(789.827)	(53.568.598)	(51.285.310)	(6.205.911)	(6.743.428)	(9.448)
Outras Receitas e Despesas Operacionais	(61.480)	(6.393.507)	20.309.512	(5.548.169)	(1.176.109)	(1.697)
= LAJIR	12.628	(28.517.847)	(13.247.947)	12.768.965	10.428.420	966
- JUROS	(881.094)	(12.572.442)	(15.241.258)	(7.084.528)	(2.972.467)	(2.039)
= LAIR	(868.466)	(41.090.289)	(28.489.205)	5.684.437	7.455.953	(1.073)
-IR	0	0	0	(432.752)	(3.454.679)	(267)
= LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(868.466)	(41.090.289)	(28.489.205)	5.251.685	4.001.274	(1.340)
- Dividendos à pagar	0	0	0	(2.409.388)	(2.885.792)	(227)
= LUCRO DISPONÍVEL	(868.466)	(41.090.289)	(28.489.205)	2.842.297	1.115.482	(1.567)

(1) Valores correntes

(2) Valores com correção integral

FONTE: Demonstrações Financeiras e Balanço Patrimonial da Cerâmica PortoBello no período de 1990 - 1995.

D.R.E.	1990 ⁽¹⁾	1991 ⁽¹⁾	1992 ⁽¹⁾	1993 ⁽¹⁾	1994 ⁽¹⁾	1995 ⁽¹⁾
RECEITA BRUTA DE VENDAS	10.747	68.430	80.879	132.110	141.784	141.266
DEDUÇÕES	(2.947)	(19.000)	(20.470)	(29.913)	(29.117)	(32.419)
Impostos sobre vendas (ICMS/IPI/PIS/COFINS)		(14.496)	(15.685)	(23.593)	(20.930)	(23.128)
Cancelamentos/Abatimentos		(4.504)	(4.784)	(6.320)	(8.187)	(9.291)
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	7.800	49.431	60.409	102.198	112.666	108.847
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(4.943)	(36.293)	(44.966)	(54.128)	(65.157)	(73.119)
LUCRO BRUTO	2.857	13.138	15.443	48.070	47.509	35.728
DESPESAS OPERACIONAIS	(2.840)	(16.358)	(16.938)	(32.432)	(34.738)	(34.762)
Vendas	(1.658)	(9.588)	(13.441)	(18.038)	(25.040)	(23.617)
Gerais e Administrativas	(1.096)	(6.048)	(5.790)	(7.600)	(8.258)	(9.448)
Outras Receitas e Despesas Operacionais	(85)	(722)	2.293	(6.794)	(1.440)	(1.697)
= LAJIR	18	(3.220)	(1.496)	15.637	12.771	966
- JUROS	(1.223)	(1.419)	(1.721)	(8.676)	(3.640)	(2.039)
= LAIR	(1.205)	(4.639)	(3.216)	6.961	9.131	(1.073)
-IR	0	0	0	(530)	(4.231)	(267)
= LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(1.205)	(4.639)	(3.216)	6.431	4.900	(1.340)
- Dividendos à pagar	0	0	0	(2.951)	(3.534)	(227)
= LUCRO DISPONÍVEL	(1.205)	(4.639)	(3.216)	3.481	1.366	(1.567)

(1) Valores corrigidos pela UFIR de 30/12/95.

FONTE: Demonstrações Financeiras e Balanço Patrimonial da Cerâmica PortoBello no período de 1990 - 1995.